

OTDK-DOLGOZAT

2015

**A FELVÁSÁRLÁSOK ÉS FÚZIÓK VERSENYSTRATÉGIAI
VIZSGÁLATA AZ INFOKOMMUNIKÁCIÓS SZÉKTORBAN**

**COMPETITIVE STRATEGY ANALYSIS OF THE MERGERS AND
ACQUISITIONS IN INFOCOMMUNICATION SECTOR**

Kézirat lezárása: 2013. november 15.

TARTALOMJEGYZÉK

1. BEVEZETÉS	1
2. A FELVÁSÁRLÁSOK ÉS FÚZIÓK FOGALMI KERETE.....	3
2.1. A FELVÁSÁRLÁSOK ÉS FÚZIÓK FORMÁI.....	3
2.2. A FELVÁSÁRLÁSOK ÉS FÚZIÓK MOTIVÁCIÓS TÉNYEZŐINEK SZÁMBAVÉTELE	5
2.2.1. Méretgazdaságosság	6
2.2.2. Választékgazdaságosság	7
2.2.3. Szinergia-hatások és azok tipizálása	8
2.3. A FELVÁSÁRLÁSOK ÉS FÚZIÓK ÉRTÉKELÉSÉNEK MEGKÖZELÍTÉSEI	10
3. A XX. SZÁZAD FELVÁSÁRLÁSI HULLÁMAI.....	13
3.1. A XX. SZÁZAD FELVÁSÁRLÁSI HULLÁMAINAK JELLEMZŐI.....	13
3.2. A JELENLEG ZAJLÓ GLOBÁLIS AKVIZÍCIÓS TEVÉKENYSÉGEK ELEMZÉSE	17
3.3. MIBEN HASONLÍTANAK A FELVÁSÁRLÁSI HULLÁMOK?	18
4. A FELVÁSÁRLÁSOK ÉS FÚZIÓK, MINT A VERSENYSTRATÉGIA ESZKÖZEI	21
4.1. A VERSENYSTRATÉGIA KIALAKÍTÁSÁNAK FONTOSSÁGA.....	21
4.2. NÖVEKEDÉSI VERSENY: BELSŐ EXPANZIÓ VAGY FELVÁSÁRLÁS?	24
4.3. A FELVÁSÁRLÁSI ÉS FÚZIÓS FOLYAMATOK STRATÉGIAI LÉPÉSEI	26
4.3.1. A versenytényezők elemzése	26
4.3.2. Stratégiaalkotás	27
4.3.3. Célvállalat keresése és kiválasztása	29
4.3.4. A felvásárlási ár meghatározása	30
4.3.5. Integráció	31
5. AZ INFOKOMMUNIKÁCIÓS SZÉKTOR FELVÁSÁRLÁSI ÉS FÚZIÓS TEVÉKENYSÉGE.....	33
5.1. A SZÉKTOR FELVÁSÁRLÁSI HULLÁMAINAK MOTIVÁCIÓI AZ ELMÚLT ÉVTIZEDEKBEN	33
5.2. VERSENY AZ INFOKOMMUNIKÁCIÓS SZÉKTORBAN: A HIPERVERSENY JELLEMZŐI.....	38
5.3. SZABADALMI PEREK HATÁSA AZ IPARÁGI VERSENYRE	41
5.4. A SZÉKTOR FEJLŐDÉSI IRÁNYAI A KÖVETKEZŐ ÉVEKBEN	43
6. A JELENLEG ZAJLÓ FELVÁSÁRLÁSOK IRÁNYAI ÉS STRATÉGIAI MOTIVÁCIÓI AZ INFOKOMMUNIKÁCIÓS SZÉKTORBAN	44
6.1. A KUTATÁS MÓDSZERTANA	44
6.2. A KUTATÁS EREDMÉNYEI	47
7. KONKLÚZIÓ	53
IRODALOMJEGYZÉK.....	54
MELLÉKLETEK.....	I

1. BEVEZETÉS

A felvásárlások és fúziók a piaci koncentráció leggyakoribb megjelenési formái közé tartoznak. A legtöbb kutatásban ezen tranzakciók okaként a méretgazdaságosságot, választékgazdaságosságot és a szinergiák realizálásának lehetőségét említik meg, amelyek kihasználásával a vállalat értéket tud teremteni a részvényesek számára.

Napjainkban a globalizált gazdasági rendszereknek köszönhetően a piaci szereplők száma folyamatosan növekszik, ezért egyre intenzívebb verseny figyelhető meg szinte minden iparágban. A vállalatok helytállása az intenzív versenykörnyezetben attól függ, hogy milyen gyorsan képesek reagálni az iparági, illetve a technológiai változásokra. Ezért úgy gondolom, hogy a felvásárlási és fúziós tranzakcióknak ma már nem elsősorban a szinergiák realizálása a fő céljuk, hanem a versenystratégia részeként funkcionálnak.

Dolgozatom célja, hogy bemutassam – szakirodalmi és empirikus kutatással alátámasztva –, az akvizíciós és fúziós ügyletek versenystratégiai mozgatórugóit. A gazdasági híradásokban egyre gyakrabban lehet hallani az újabb és újabb felvásárlási vagy fúziós tranzakciókról, amelyek felkeltették érdeklődésemet a téma iránt. Kíváncsi voltam, vajon milyen tényezők motiválják a vállalatokat e költséges és sokszor kockázatos tranzakciók végrehajtásában.

Kutatásom alapjául az infokommunikációs iparágat választottam, mivel a stratégiai indíttatású ügyletek elsősorban olyan iparágakban figyelhetőek meg, melyekben intenzív verseny zajlik. Az infokommunikációs szektor az utóbbi évtizedekben óriási fejlődésen és növekedésen ment keresztül – köztudottan ez az egyik legdinamikusabban fejlődő iparág –, amelynek vállalatai megfelelő mintát nyújtanak vizsgálatomhoz.

Dolgozatomat a felvásárlások és fúziók témaköréhez kapcsolódó legfontosabb fogalmak és elméletek leírásával kezdem, majd kifejtem a méretgazdaságosságból, választékgazdaságosságból és szinergia-hatásokból eredő hasznokat. Ezek után bemutatom a XX. században lezajlott felvásárlási hullámok jellemzőit és azok mozgatórugóit, amelyeken keresztül következtetéseket vonhatunk le a jelenlegi felvásárlási trendekre is.

A 2. szerkezeti egységben fogom a felvásárlások és fúziók versenystratégiai megközelítését bemutatni. Itt kitérek a külső és belső expanzió közötti különbségekre és a felvásárlási folyamatok stratégiai lépéseire, amelyek meghatározóak az értékteremtés szempontjából.

Végül az 5. és 6. fejezetben az infokommunikációs szektort érintő akvizíciós és fúziós tevékenységeket értékelem. Bemutatom az iparágban zajló hiperverseny jellemzőit, a vállalatok között zajló szabadalmi perek hatását a versenyre, továbbá egy rövid előrejelzést adok az elkövetkező időszak infokommunikációs trendjeire. A 6. fejezetben az empirikus kutatásom eredményeit közlöm. Ez a kutatás arra irányul, hogy bemutassam a felvásárlási és fúziós tranzakciók jelenlegi irányait és stratégiai motivációit az iparágon belül, valamint meg szeretném vizsgálni, hogy a vállalatok jövedelmezősége függ-e az általuk végrehajtott tranzakciók irányától.

2. A FELVÁSÁRLÁSOK ÉS FÚZIÓK FOGALMI KERETE

A piacgazdasági rendszerekben a vállalkozások létrejötte és megszűnése mellett, a gazdasági szereplők koncentrációja is megfigyelhető. Koncentrációnak nevezzük azt a folyamatot, amikor egy vállalat befolyást kíván szerezni egy másik vállalat működése felett, valamint azokat az eseteket, amikor a gazdasági szereplők egyesülnek. A piaci koncentráció megjelenési formái közé tartoznak a felvásárlások és a fúziók is. A felvásárlást és fúziót szinonimaként is szokták használni, pedig van különbség a két kifejezés között (Balogh, 2005).

A fúzió a vállalati koncentráció legerősebb formája, amikor a vállalatok közül legalább egy megszűnik és más vállalattal szervezetileg egyesül. Az egyesülés végbemehet beolvadással vagy összeolvadással. Beolvadás esetén a beolvadó vállalat, mint önálló gazdasági entitás megszűnik és ezzel jogutódja a beolvasztó társaság lesz, amelyben nem történik változás. Az összeolvadás azonban mindkét vállalatot megszünteti és egész vagyonuk a jogutód új társaságra száll át (Balogh, 2005).

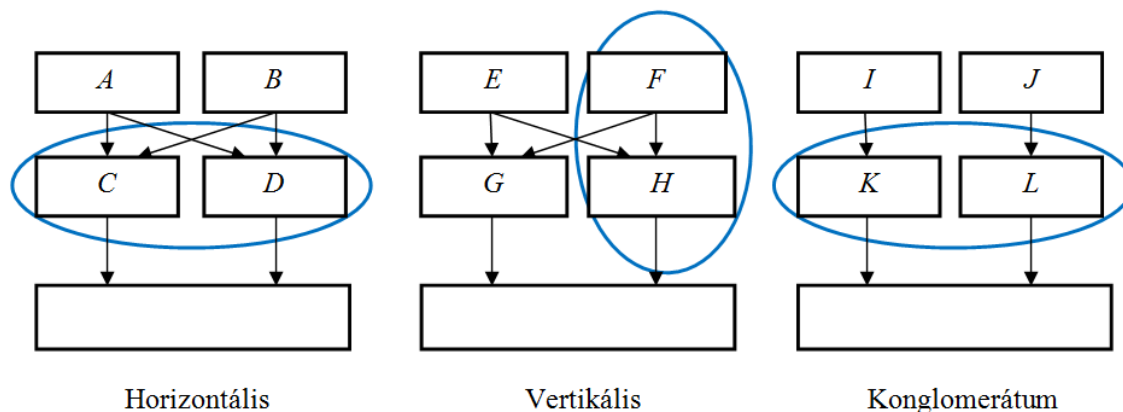
Míg felvásárlás esetén az egyik vállalat készpénz, közönséges részvény, kölcsöntőke vagy ezek kombinációja ellenében megveszi a másik vállalat részvényeit, hogy a felvásárolt vállalat működésében, döntéseiben részt vehessen, illetve befolyást szerezhessen (Bélyácz, 2009).

A szakirodalmi különbségtétel ellenére dolgozatomban nem mindig fogom külön kezelni a két fogalmat, mivel vizsgálatom szempontjából nem lesz mindig releváns a felvásárlások és fúziók megkülönböztetése. Ebben a fejezetben kifejtem a téma elméleti hátterét, amely hozzájárul a dolgozat további részeinek megértéséhez.

2.1. A FELVÁSÁRLÁSOK ÉS FÚZIÓK FORMÁI

A vállalatfelvásárlások és fúziók formáit a szakirodalom három szempont szerint sorolja csoportokba: piaci dimenzió, átvétel módja és finanszírozás módja szerint.

A piaci dimenzió szerinti csoportosításban megkülönböztetünk horizontális, vertikális és konglomerátum típusú felvásárlásokat és fúziókat. Az *1. ábra* mutatja be, hogy az egyes akvizíciós típusok az iparág mely szereplőit és az értéklánc mely szintjeit kötik össze (Bishop–Walker, 2011).



1. ábra: A felvásárlások és fúziók típusai

Forrás: Bishop–Walker (2011) p. 374.

Az 1. ábra baloldali sémája a C és a D vállalat közötti horizontális kapcsolatot mutatja. Horizontális felvásárlás vagy egyesülés jellemzően olyan vállalatok között jön létre, amelyek azonos iparágban vagy az ellátási láncnak azonos szintjén tevékenykednek. Ezek a vállalatok általában megegyező tevékenységet folytatnak vagy helyettesítő terméket állítanak elő (Bishop–Walker, 2011). Egy termék akkor helyettesítője egy másik terméknek, ha a termék kereslete megnő, miközben a másik termék ára növekszik (Varian, 2009). Tehát a horizontális integrációban részt vevő vállalatok egymás versenytársai a piacon, ezért az ilyen irányú tranzakciókat – mivel gyakran okozhatnak versenyellenes hatásokat –, a versenytörvények szigorúan szabályozzák.

Ezzel szemben a vertikális integráció olyan vállalatok között jön létre, amelyek az ellátási lánc különböző szintjein működnek. Példa lehet erre egy nagykereskedő és egy viszonteladó közötti egyesülés. A vertikális ügyleteken belül két típust különböztetünk meg. Előre irányuló vertikális integrációnak nevezzük azt az esetet, amikor a felvásárló cég az értékláncban egy őt követővel (azaz vevőjével) fuzionál. Míg hátrafelé irányuló vertikális integrációról akkor beszélhetünk, ha a felvásárló cég az egyik beszállítójával egyesül. (Bishop–Walker, 2011).

Konglomerátum típusú egyesülésekben pedig olyan vállalatok vesznek részt, amelyek bár különböző piacokon vagy iparágakban tevékenykednek, de kiegészítő termékeket állítanak elő, mint például a K és L vállalat az 1. ábrán.

Ha átvétel módja szerint vizsgáljuk az ügyleteket, akkor különbséget tehetünk barátságos, illetve ellenséges felvásárlások között. Barátságos átvétel esetén a két vállalat menedzsmentje egyetért abban, hogy az integráció mindkét fél számára hasznos lesz. Ez a felvásárló vállalat számára nagyon előnyös, hiszen nem ütközik a célvállalat vezetőségének ellenállásába, ez pedig megkönnyíti az egyesülő felek integrációját és a remélt szinergia hatások elérését. Az ellenséges felvásárlások esetében a célvállalat akarata ellenére történik meg az akvizíció, amely nehezíti a tranzakció értékteremtését (Gaughan, 2007). Az ilyen jellegű ügyletek a 1980-as években voltak gyakoriak, napjainkban már csak nagyon ritkán fordulnak elő.

Végül pedig finanszírozási forrás alapján megkülönböztetünk menedzsment általi, illetve tőkeáttételes vállalatfelvásárlásokat. Ha a vállalat tulajdonjogát saját menedzserei vagy pénzügyi befektetők adott csoportja szerzi meg, akkor menedzsment általi felvásárlásról beszélhetünk. Ezek rendszerint ajánlattétel útján történnek meg és a tranzakció végrehajtása után a megszerzett vállalat megszűnik létezni nyilvánosan jegyzett és fogalmazott vállalatként. Viszont, ha a menedzserek hitelből finanszírozzák a vásárlást, akkor az akvizíciót áttételesnek tekintik, hiszen az ajánlatot megalapozó források döntően kölcsöntőkéből származnak. Ezt nevezik a szakirodalomban tőkeáttételes kivásárlásnak (Bélyácz, 2009).

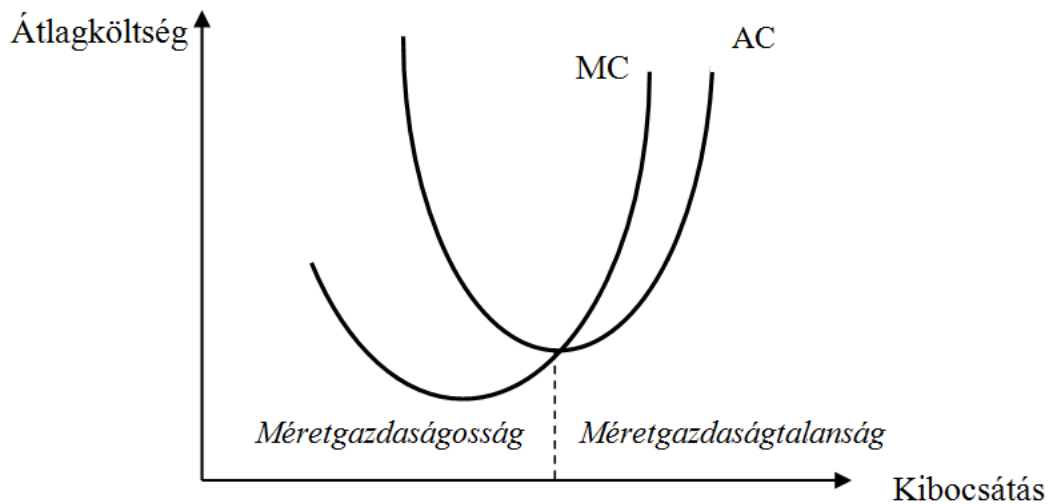
2.2. A FELVÁSÁRLÁSOK ÉS FÚZIÓK MOTIVÁCIÓS TÉNYEZŐINEK SZÁMBAVÉTELE

A menedzserek legfőbb feladata a részvényesi érték maximalizálása, ezért folyamatosan arra törekszenek, hogy kihasználják az értéknövelő beruházásokból eredő pozitív hatásokat. A felvásárlás akkor növeli a részvényesek gazdagságát, ha a célvállalat a valódi értéke alatt megszerezhető. Ha a piacon alulértékelnek egy vállalatot, akkor jó lehetőség van arra, hogy a megszerzett vállalatot egységekként külön-külön eladják, és így nagyobb értéket realizáljanak a vételárnál. Azonban a menedzserek úgy is vélhetik, hogy két vállalat fúziója nagyobb értéket képviselhet, mintha két külön entitásként működne, vagyis „A” és „B” vállalatra fennáll a következő reláció: $V_{A+B} > V_A + V_B$ (Bélyácz, 2009).

A felvásárlások és fúziók mellett több gazdasági érv is felsorolható, amelyek növelhetik a vállalatok értékét. A szakirodalomban leggyakrabban a méretgazdaságosságot, a választékgazdaságosságot és a szinergia-hatásokat szokták kiemelni.

2.2.1. Méretgazdaságosság

Az egyik leggyakrabban emlegetett indoka a felvásárlásoknak és fúzióknak a méretgazdaságosságból eredő előnyök realizálása. Az egyesülésekkel meg lehet szüntetni bizonyos működési átfedéseket a vállalatok között, amelyekkel költségmegtakarítás érhető el.



2. ábra: A méretgazdaságosság

Forrás: Varian (2009)

A méretgazdaságosságot fokozza, ha a kibocsátás növelésével az átlagköltség (AC) csökken. A 2. ábrán is látszik, hogy az átlagköltség görbe U-alakja miatt az átlagköltségek kezdetben csökkennek, mivel a fix költségek több egységre oszlanak el. Viszont egy idő után a változó költségek annyira megnövekedhetnek, hogy az átlagköltség újra növekedni kezd és ezzel a méretgazdaságosságból könnyen a méretgazdaságtalanságba fordulhatnak át a vállalatok, amely azt jelenti, hogy a határköltség (MC) meg fogja haladni az átlagköltséget (Varian, 2009). Ebből az következik, hogy minél nagyobb és összetettebb lesz egy szervezet, annál nehezebbé válik annak menedzselése.

Ennek ellenére a felvásárlásokat sokszor az motiválja, hogy egy nagyobb szervezeti egység hatékonyabban képes működni a kisebbeknél. Ennek oka, hogy a vállalat méretéből adódó tevékenységek költsége általában nem növekszik arányosan a vállalat méretével, tehát az integráció csökkentheti a vállalatok üzleti egységei közötti átfedéseket. Ilyen költségek lehetnek a marketing és reklám kiadások, a termékfejlesztés, a disztribúciós hálózat vagy az információs rendszer fenntartásának költségei. A vállalat méretével a kutatás-fejlesztési csoportok hatékonysága is növekedhet, mivel a nagyobb cégek erősebben

vonzzák magukhoz a szakképzett munkaerőt és így az innovációs teljesítmény is javulni fog (Pintér, 2007). A javuló teljesítmény pedig emelkedő részvény árfolyamot, stabil likviditást és finanszírozási flexibilitást fog biztosítani. További méretgazdaságosságból származó előny lehet az alkupozíció erősödése a beszállítókkal szemben, amely nagyobb beszállítói árengedményeket tesz lehetővé és így a vállalat képes lesz rugalmasabban és költséghatékonyabban megszervezni termelését.

2.2.2. Választékgazdaságosság

A választékgazdaságosság akkor érvényesül, ha több termék vagy szolgáltatás adott mennyiségét ugyanazon termelő illetve szolgáltató, alacsonyabb teljes költséggel képes előállítani, mintha az egyes termékeket különböző termelők/szolgáltatók külön-külön állítanák elő. A méretgazdaságosság esetében az átlagköltséget, választékgazdaságosságnál azonban a teljes költséget vesszük figyelembe.

A választékgazdaságosság leggyakoribb kiváltó tényezője egy olyan oszthatatlan erőforrás, amely több termék előállításához is felhasználható. Erre egy tipikus példa a tudás, amely úgy alkalmazható több termék inputjaként, hogy közben értéke nem csökken és nem helyhez kötött. Éppen ezért nagyon sok felvásárlási ügylet a humán tőke megszerzésére irányul (Tóth, 2004).

A választékgazdaságosság a felvásárlások és fúziók tekintetében azt jelenti, hogy az ügyletek révén a külön-külön működő egységeket egymással kombinálva olyan üzleti tevékenységek folytatására is alkalmassá válnak, amelyek túlmutatnak az egyedi felek profilján (Pintér, 2007). Sokszor előfordul, hogy egy növekedési lendületét elvesztő, érett vállalat egyesül egy új, dinamikusan növekvő vállalattal, amely ügylet felgyorsíthatja a növekedést, egymás erős oldalainak hasznosításával. Például az érettebb vállalat képes lesz gyorsabban és egyszerűbben olyan új piacokra belépni, ahol még nem rendelkezik az új termék piacra vitelének képességével vagy nem képes bizonyos piaci szegmensek meghódítására (Bélyácz, 2009). Amennyiben a felvásárlást vagy fúziót követően a hatékonyság növekszik, akkor a termékportfólió kibővíülhet, az ügyfelekhez való hozzáférés és az ügyfelek kiszolgálásának minősége is javulhat, ezzel pedig a részvényesi érték is növekedni fog. Továbbá a vállalatok a diverzifikáció révén a vállalat megnövekedett méretéből adódóan képesek lesznek csökkenteni kockázati kitettségüket és ezzel csökken a profitvolatilitása és a tőke költsége is. Alacsonyabb költségekkel tudnak majd idegen tőkét be-

vonni és könnyebben végezhetnek értéknövelő beruházásokat vagy akár tőkekivonást (Pintér, 2007).

A piaci terjeszkedés révén a marketing költségek is jobban el fognak oszlani, mivel az egységnyi termékre jutó hirdetési költségek a nagyobb eladott mennyiségből adódóan csökkenni fognak. A felvásárló vállalat képes lesz új disztribúciós csatornákat alkalmazni, például egy vertikális értékláncban hátrafelé irányuló integráció révén javulhat az input ellátottság, míg az előre irányuló vertikális integráció új piaci lehetőségeket biztosít a felvásárló vállalat termékeinek, javítja piaci pozícióját és széles értelemben a verseny csökkenéséhez vezethet (Bélyácz, 2009).

Azonban nem biztos, hogy a verseny csökkenése kívánatos a fogyasztók számára. Hiszen ha csökken a verseny, akkor a nagyvállalatok felemelhetik az áraikat a versenyzői szint fölé a magasabb profit érdekében, amely az árak növekedésén keresztül társadalmi holt-teherveszteségként fog jelentkezni. Továbbá a választékgazdaságosság esetében is előfordulhat, hogy egy bizonyos pont után a termékválaszték kiszélesítése az adminisztrációs költségek és bérek növekedését vonja maga után. Ez akkor lehetséges, ha a választék növekedésével a folyamatok egyre bonyolultabbá válnak és a termelés egyre költségesebb lesz. Ezeket a negatív hatásokat a szakirodalom választékgazdaságtalanságnak nevezi (Tóth, 2004).

2.2.3. Szinergia-hatások és azok tipizálása

Két vállalat csak akkor lehet értékesebb a felvásárlás vagy fúzió után, ha az integrációt követően szinergia keletkezik. A szinergia-hatás annak a kifejeződése, hogy az egész több mint a részek összege. Szinergikus hatású összeolvadás esetén hozzáadott érték keletkezik, hiszen a vállalatok összevont értéke meghaladja az alkotó vállalatok összeolvadás előtti értékének összegét. Azonban a felvásárlások és fúziók nagyon összetett és kockázatos folyamatok, hiszen két korábban különálló, különböző kultúrával, értékekkel, vezetési stílussal rendelkező vállalat közötti értékteremtés számos olyan problémát vet fel, amely a vállalatfejlődés során nem jelentkezik. Ha a felvásárlás után a vállalatok integrációját nem sikerül hatékonyan véghezvinni, akkor disz-szinergia léphet fel. A disz-szinergia egy olyan negatív hatás, amely az erőforrások és képességek kombinációja során lép fel, a szinergia értékét csökkenti és megakadályozza a szinergia lehetőségek teljes mértékű realizálását (Bélyácz, 2009).

A szinergiák tipizálását több nézőpontból is megtehetjük, azonban területi korlátok miatt csak a felvásárlásokkor leggyakrabban előforduló szinergia megközelítéseket – először funkcionális, majd erőforrás alapon – fogom ismertetni.

Ansoff (1965) három funkcionálisan értelmezett szinergia típust különböztetett meg: értékesítési, működési és beruházási szinergiákat. Ezek mellett megemlíti a vezetési szinergiát – mint negyedik típust –, amely képes összefogni a vállalatirányítási tevékenység különböző területeit. A vezetési szinergia abból ered, hogy a vezetés a korábban eredményesen kezelt problémákat egy új üzleti egység esetében sokkal könnyebben tudja megoldani.

Damodaran (2005) azonban csak működési és pénzügyi szinergiákat említ meg. Szerinte a működési szinergiák befolyásolják a fuzionált vállalatok működését, amellyel nagyobb választékgazdaságosság, ármeghatározó erő, ezáltal magasabb működési pénzáram érhető el. A pénzügyi szinergiák pedig adókedvezményeket, hatékonyabb diverzifikációt, magasabb adósságkapacitást és jelentős készpénztöbbletet tesz lehetővé, amelyet a magasabb pénzáramok illetve az alacsonyabb diszkontráták is jelezhetnek. Damodaran is elsősorban pozitív értékeket társít a szinergia-hatásokhoz.

Chatterjee (1986) a vállalatfelvásárlások során keletkező értéket a szinergia fajtájától tette függővé, majd a felvásárlás típusát különböző szinergia típusokhoz kapcsolta. Szerinte a horizontális esetben a piaci erőből származó pozitív hatások, a vertikális integrációban a működési szinergiák, míg a konglomerát típusú fúziókban a pénzügyi szinergiák játszanak fontos szerepet az értéknövekedés során. Azonban a valóságban nincsenek ennek a tipizálásnak megfelelő tiszta esetek, hiszen a horizontális fúzióknál is felléphetnek működési vagy pénzügyi szinergiák, és a többi esetben is megjelenhetnek más hatások.

Az erőforrás-alapú szinergia értelmezés szerint a vállalat értéktöbblete olyan speciális erőforrásokból vagy képességekből származik, amelyeket a versenytársaknál jobban ki tud használni. Ennek a megközelítésnek az a feltétele, hogy a vállalatok heterogén erőforrásokkal rendelkezzenek, mivel ez fokozni fogja a teljesítményük közötti különbségeket. Ahhoz, hogy ezek a különbségek versenyelőnyhöz jutassák a cégeket, a rendelkezésre álló erőforrásaiknak ritkáknak, értékesnek, nehezen mobilizálhatónak, nehezen másolhatónak kell lenniük és fontos tényező, hogy ezeknek a különleges erőforrásoknak vagy képességeknek ne legyen helyettesítőjük. Az ilyen erőforrásokat Johnson–Scholes–Whittington (2008) egyedi erőforrásoknak (unique resource) nevezik, amelyek mag- vagy kulcskompe-

tenciák (core competencies) alkalmazásával érhetőek el. Amit–Schoemaker (1993) ezeket az egyedi erőforrásokat stratégiai erőforrásoknak nevezik.

Az ilyen egyedi stratégiai erőforrások megszerzésére általában két lehetőség van: vagy megvásárolja ezeket a vállalat (ez vállalatfelvásárlásokon keresztül is megvalósítható) vagy kifejleszti őket (Grant, 1998). A felvásárlással az a gond, hogy a megszerezni kívánt erőforrás miatt, gyakran egy egész vállalatot meg kell venni, amely számos integrációs problémát vet fel és ezek megoldása bonyolult és költséges lehet. Azonban egy akvizícióval az erőforrás megszerzése mellett a versenytársak száma is redukálható a piacon. A kutatás-fejlesztés hátránya, hogy nagyon költséges és lassú folyamattá válhat. Viszont saját fejlesztésekkel a vállalat tartósan szert tehet stratégiai erőforrásokra és később a licence díjakon keresztül akár bevételi forrásként is hasznosíthatóak (Johnson–Scholes–Whittington, 2008).

A fentiekből látszik, hogy nincs egységes tipizálás a szinergiákra vonatkozóan, hanem egy-egy esetet vizsgálva akár többféle csoportosítást is elvégezhetünk. A külső és belső expanzió közötti különbségekről, az egyes megoldások előnyeiről illetve hátrányairól a 4.2. alfejezetben még bővebben írni fogok.

2.3. A FELVÁSÁRLÁSOK ÉS FÚZIÓK ÉRTÉKELÉSÉNEK MEGKÖZELÍTÉSEI

A felvásárlásokat és fúziókat többféle aspektusból lehet vizsgálni és a szakirodalomban is több oldalról közelítik meg a témát. A leggyakrabban pénzügyi, szervezeti viselkedés és stratégiai szempontok szerint elemzik a felvásárlási és fúziós tevékenységeket. Nagyon fontos, hogy az infokommunikációs iparág felvásárlásainak és fúzióinak mozgatórugóit több szempontból is meg tudjam majd vizsgálni, ehhez fognak ezen elméletek segítséget nyújtani.

A felvásárlások és fúziók kapcsán a szakirodalom elsősorban a pénzügyi kérdésekre helyezi a hangsúlyt, mint a kiválasztott célvállalatért fizetett ár megállapítása és az akvizíció értékteremtésének becslése. Az alapfeltevések szerint a vállalatvásárlást olyan tőkebefektetésnek kell tekinteni, amelyet akkor célszerű megvalósítani, ha a két vállalat együttesen többet ér, mint külön-külön. Ha két cég együttesének nettó jelenértéke PV_{AB} és a cégek külön-külön PV_A és PV_B értékűek, akkor az integrációból származó haszon az alábbi egyenlet szerint alakul (Brealey–Myers, 1999).

$$\text{Haszon} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B)$$

Ha ez a különbség pozitív, akkor a felvásárlás értéket teremt és az ügyletből származó haszon jelzi a működési és pénzügyi szinergiák realizálásának lehetőségét. Ezek a szinergiák növelik a pénzáramlásból származó hozamot és csökkentik az ehhez kapcsolódó kockázatokat. Azonban fontos kiemelni, hogy ez az egyenlet a két vállalat által teremtett teljes értékére vonatkozik és nem a felvásárló számára teremtett értékre. Azt, hogy az értéknek mekkora része kerül az egyes vállalatokhoz, többnyire a tranzakcióért kifizetett ár fogja meghatározni. A legtöbb esetben az eladó vállalat által elfogadható minimumáron (küszöbár) felül, a felvásárlónak jelentős prémiumot kell fizetnie. Ez a prémium abból származik, hogy a célvállalat piaci értéke nem feltétlenül tükrözi a vállalat valós könyv szerinti értékét. Például egy célvállalat részvényárfolyama már a felvásárlási tárgyalásokról szóló hírekre reagálva is emelkedésnek indulhat. Azonban a prémium mértékének növekedésével az akvizíció által teremtett érték egyre nagyobb része kerül az eladó vállalathoz, ezért a felvásárló vállalatnak egyre nehezebb lesz a minimálisan elvártnál nagyobb hozamot realizálni (Rappaport, 2002).

A szervezeti viselkedés megközelítés az akvizíciók kapcsán az emberi tényezőkre fókuszál, amely teljesen ellentétes az előbb tárgyalt pénzügyi személet jellemzőivel. A szervezeti viselkedés kutatások központi kérdése, hogy milyen hatást gyakorolnak a felvásárlások a szervezetben kialakult vállalati kultúrára - ezen belül az egyénekre -, illetve hogyan teremthető meg az integráció során a kulturális összhang a két vállalat között. Az akvizíciók sikerességéhez nem feltétlenül elegendő a pénzügyi megfelelés, mert az össze nem illő vállalati kultúrák megakadályozhatják az integrációtól várt szinergiák realizálását (Bouwman, 2013). Egyes szerzők kiemelten foglalkoznak a vállalatok kulturális integrációjának problémáival, mivel az emberi tényezőhöz jelentős kockázatok társulnak (például, ha a szakemberek elégedetlenek, felmondhatnak és átléphetnek a versenytárshoz), ezért az alkalmazottak problémáinak megoldása kulcsfontosságú lehet a szinergiák realizálása szempontjából (Bokor, 2000).

A stratégiai iskola a stratégiaalkotás folyamatára fókuszál és a felvásárlás egy adott vállalatra gyakorolt hatását vizsgálja. A stratégiai iskolának két irányvonala van: az egyik irányzat azt vizsgálja, hogy milyen szoros kapcsolat van a két cég tevékenysége között, mivel a kapcsolódás mértéke befolyásolja az integráció teljesítményét, amely a szinergiahatások hatékonyságnövelésére vezethető vissza. A másik irányzat a felvásárlások terve-

zésével foglalkozik, amelynek lényege, hogy olyan célvállalatokat keresnek, amelynek stratégiája nagyon hasonló a felvásárló vállalat céljaival. Ez azért fontos, mert egy felvásárlás vagy fúzió megerősítheti, de meg is változtathatja a vállalat stratégiai irányvonalát. Vagyis a stratégiai megközelítésben a sikeres tranzakció fontos tényezője a szoros stratégiai kapcsolódás, viszont a pénzügyi értékelést nem tekintik kielégítőnek. A stratégiai megközelítés hátránya, hogy figyelmen kívül hagyja a személyek, szervezetek és vállalati kultúrák közötti súrlódásokat. Továbbá a szinergiák kiaknázása nem fejeződik be a stratégiaileg megfelelő vállalat kiválasztásával, hanem a felvásárlás többi szakaszában is fontos (Haspeslagh–Jeminson, 1991).

A legújabb folyamat szempontú megközelítés felismeri, hogy a stratégiai és szervezeti integráció mellett, a felvásárlás folyamata – a célvállalat kiválasztása, a döntés meghozása és felvásárlást követő integrációs szakasz történései – is befolyásolja az értékteremtést mértékét (Tóth, 2004). Mivel a folyamat megközelítés figyelembe veszi az egész felvásárlási folyamatot, a felvásárlás utáni integráció értékteremtő szerepét és a vállalati kultúrák egyesítésének fontosságát, ezt tartom a legjobb elméleti irányzatnak. Emellett fontos szem előtt tartani a célvállalatért kifizetendő ár megállapításának jelentőségét is, hiszen ez az ár meghatározza, hogy az érték mekkora része fog a felvásárló vállalatnál realizálódni.

3. A XX. SZÁZAD FELVÁSÁRLÁSI HULLÁMAI

A felvásárlási és fúziós tevékenységek esetében is –, mint minden más gazdasági folyamatban – megfigyelhető a ciklikus változás. A piacgazdaságok működésében ez a ciklikusság konjunktúrák és válságok formájában jelenik meg. A XX. század ciklikus fejlődése felgyorsította a tőke koncentrációját és centralizációját, amely egyesülési hullámok kialakulásához vezetett. A tőkekoncentráció folyamatos változása – a versenyképesség megtartásának érdekében – egyre hatékonyabb eljárások alkalmazását követelte meg a vállalatoktól. A gyorsan fejlődő vállalatok extraprofita, az átlagosnál nagyobb előnyökre tettek szert a gyengébbekkel szemben. Válságok idején a pénzügyi vagy működési nehézségekkel küzdő vállalkozásokat az erősebbek felvásárolták, amely folyamat egyre nagyobb vállalatok, monopóliumok kialakulásához vezetett. A monopóliumok ezt a fajta kialakulását nevezi a szakirodalom tőke centralizációnak, vagyis amikor a nagyvállalatok növekedése más vállalatok elnyelésén keresztül valósul meg. A monopóliumok első típusai a kartellek, a trösztök és a konszernek voltak, majd a XIX. század végén a trösztellenes törvények hatására jöttek létre a korporációk és a holdingok (Carlton–Perloff, 2006).

3.1. A XX. SZÁZAD FELVÁSÁRLÁSI HULLÁMAINAK JELLEMZŐI

Az első, más néven a „Nagy” egyesülési hullám az 1890-es évek végén kezdődött, amelynek fontosabb mozgatórugói a radikális technológiai változások, a gazdasági növekedés gyorsulása és az új termelési eljárások (főleg a szállítmányozás, a bányászat és a fémfeldolgozás területén) kialakulása volt. A XIX. és XX. század fordulóját a nagy monopóliumok létrejötte jellemezte, amelyek főleg horizontális típusúak voltak, azaz a saját iparágakon belül zajlottak és a piaci előnyszerzésre irányultak. Ebben az időszakban az Egyesült Államok gazdasága mélyreható változásokon ment keresztül a vasút és a kommunikáció fejlődésének következtében és az értéktőzsde is nagyon fontos tőkeforrássá vált (Martynova–Renneboog, 2008). Amerikában olyan hatalmas vállalatbirodalmak alakultak ki, mint a Standard Oil, a Du Pont de Nemours, az American Tobacco vagy a General Electric, amelyek mind a mai napig nagy és sikeres vállalatok maradtak. A piaci konszolidáció során közel hetven nagyvállalat jött létre – amelyek az akkori piac 40%-át uralták – és ezzel párhuzamosan több mint 1800 kis- és középvállalkozás tűnt el a piacról, amelyeket a nagyobb vállalatok beolvasztottak működésükbe. Ugyanebben az időben az Egyesült

Királyságban is számos iparágban jöttek létre monopóliumok, mint például az Imperial Tobacco a dohányiparban és Németországban is ekkor vált világcéggé a Siemens, az AEG, a Bayer vagy a BASF (Sudarsanam, 2003).

Azonban már az akkori kormányok is igyekeztek a monopóliumok piaci térnyerését megállítani. 1890-ben az Egyesült Államokban elfogadták a Sherman-törvényt, amely megtiltotta a formális kartellek és monopóliumok létrehozását, valamint az árakat és a teljesítményt meghatározó, illetve a piacot felosztó megállapodások kötését. Azonban a törvény megfogalmazása nem sikerült egyértelműre, ezért – hiába született meg 1914-ben a versenycsökkentő monopóliumokat büntető Clayton-törvény – a törvény értelmezése sok esetben a politikai és gazdasági környezettől, illetve a bíróságok állásfoglalásától függött (Bishop–Walker, 2011). Végül 1904-ben a részvénytőzsdák bedőlése következtében az első fúziós hullám véget ért és az első világháború miatt a felvásárlási tevékenység egészen az 1920-as évek elejéig alacsony maradt.

Az 1920-as években az Egyesült Államok értékpapírpiacain erős spekulációs láz bontakozott ki, amely egy gazdasági konjunktúrával kapcsolódott össze: a beruházások növekedtek a munkalehetőségeket, a növekvő foglalkoztatás emelte a béreket és szélesítette a belső felvevőpiacot, amely ismétlődő beruházásokra ösztönözte a tőketulajdonosokat (Kaposi, 2004). Ekkor került sor a monopóliumok konszolidációjára, amely az oligopóliumok kialakulásának kedvezett és a hullám végére egy adott iparágat már nem egy óriásvállalat uralt, hanem kettő vagy több. Európában is hasonló folyamatok mentek végbe, bár kisebb méretekben (Sudarsanam, 2003). Az Egyesült Államokban a termelés bővülése a vállalatok részvényeinek piaci értékét egyre magasabbra hajtotta, amely már egyáltalán nem tükrözte a reálértéküket (Kaposi, 2004). Ebből kifolyólag az 1929-30-as világméretű gazdasági válság és az azt követő második világháború több évtizeden keresztül megakadályozta újabb felvásárlási hullám kialakulását.

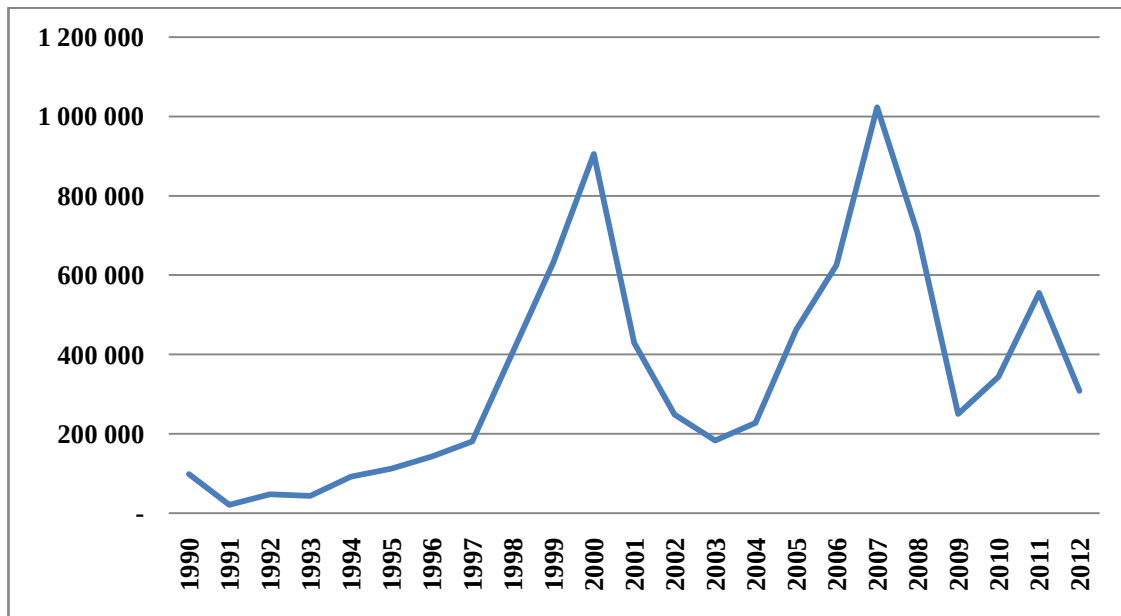
A harmadik felvásárlási hullám csak az 1950-es évek végén indult meg és a 60-as évek végéig tartott. Ennek a hullámnak a kezdete egybeesett az amerikai monopol- és trösztellenes törvények szigorításával és az állam gazdasági intézkedéseinek piachoz való igazításával. A második világháború után az Egyesült Államoknak érdekében állt az Európai Újjáépítési Program elindítása Európában, amely erősítette a részvénytőzsdákat és beindította a gazdasági növekedést (Kaposi, 2004). Az ezzel egy időben kialakuló felvásárlási hullámmal a diverzifikáció és a hatalmas konglomerátumok kialakulása jellemezte. A Tenneco vagy a Transamerica Corporation is olyan konglomerátumok, amelyek a felvásárlásokon

és egyesüléseken keresztül váltak hatalmas méretűvé. A konglomerátumok legtöbbször olyan vállalatokat vásároltak meg, amelyek más iparágakban tevékenykedtek, és csak kevés kapcsolatuk volt az anyacéggel (Sudarsanam, 2008). Ennek a hullámnak a kezdődő olajválság vetett véget az 1970-es évek elején.

A negyedik hullám kezdete a 80-as évek elejére tehető, amikor is a részvénytőkepiacok újra megerősödtek és az olajválság végén újra megindulhatott a gazdasági növekedés. Ennek a hullámnak a kezdete egybeesett a pénzügyi szolgáltatási szektor deregulációjával, új pénzügyi eszközök és piacok alakultak ki, valamint a technológiai fejlődés rohamos ütemű volt. A 80-as években ismét a horizontális, az iparágon belüli tranzakciók váltak jellemzővé. Ekkor jelentek meg az egyre fontosabb szerepet játszó új iparág, a számítástechnika különböző szegmenseiben működő vállalatok is. Olyan nagyvállalatok, mint például az IBM vagy a Xerox piaci pozíciójukat kihasználva sorra vették meg versenytársaikat, sokszor ellenséges célból. Az ilyen jellegű felvásárlások akkoriban nem voltak egyediek, hiszen a felvásárlási piacon ekkor példátlan számú ellenséges felvásárlás, tőkeáttételes és menedzsment általi kivásárlásos tranzakció történt. A tőkeáttételes kivásárlás kapcsán Amerikában hatalmas adósságok halmozódtak fel: a vállalati szférában 1985-re több mint 1400 milliárd dollárra rúgott a hitelek értéke. A 80-as évek gyors technológiai fejlődése és a magas olajárak kényszerítették alkalmazkodásra a legnagyobb vállalatokat is és sokszor a hitelből finanszírozott felvásárlások vagy ezek veszélye váltotta ki a kényszerű változásokat a cégeknél (Brealey–Meyers, 1999). Mint minden korábbi hullámot, ezt is egy tözsdei összeomlás követte 1987-ben.

Az 1990-es évek elején a hitellel történő kivásárlások forrásai kiapadtak és az amerikai törvényhozás egyre több intézkedést hozott a vállalatfelvásárlások megakadályozására. Azonban a fúziós tevékenység visszaesése átmenetinek bizonyult, mivel a 90-es évek közepére a részvénytőkepiacok és a fúziós tevékenységek ismét fellendültek (Brealey–Meyers, 1999). Az 1990-es évek a globális felvásárlások és egyesülések időszaka volt és jelentősen megnőtt Európa és Ázsia szerepe is, amely az internet elterjedésének és a kereskedelmi korlátok csökkentésének volt köszönhető. Ebből kifolyólag alakult ki a felvásárlások és fúziók új fajtája a cross-border, azaz határokon átvéő felvásárlási tranzakció. Az addig hazai piacokon versenyző nagyvállalatok ekkor kezdtek el külföldi piacokon is terjeszkedni, amelynek a méretgazdaságossági előnyök kiaknázása mellett versenystratégiai okai is voltak. Az ebben az időszakban külföldre irányuló ügyletekben résztvevő vállalatok a fej-

lódó térségek piacain olyan versenyelőnyökhöz jutottak, amelyek hatásai még ma is érezhetők.



**3. ábra: A cross-border felvásárlási és fúziós tranzakciók értéke a világon
(millió dollár)**

Forrás: Saját szerkesztés, UNCTAD World Investment Report 2013 adatai alapján

2003 közepe óta ismét felgyorsult a felvásárlási tevékenység – amely magában foglalja a jelentős értékkel rendelkező határokon átnyúló ügyleteket is – az Egyesült Államokban, Európában és Ázsiában, amely még a 90-es évek nemzetközi iparági konszolidációjának hatása. A felvásárlási hullám tetőpontja egybeesik a gazdasági és a pénzügyi piacok fokozatos fellendülésével. Ennek okai főleg az alacsony kamatlábakban és az erősödő részvénypiacokban keresendők, amelyek később a 2008-as válság kialakulásában is jelentős szerepet játszottak. A felvásárlók inkább a baráti megállapodásokon alapuló tranzakciókat részesítették előnyben az ellenséges ügyletekkel szemben, amelyek száma radikálisan lecsökkent. Ez az időszak generálta a legtöbb és legértékesebb határon átnyúló tranzakciót, amelyek aránya sokáig viszonylag stabilan alakult (25% az összes felvásárláson belül), majd 1999-ben jelentősen megnőtt (31% az összes felvásárláson belül) (UNCTAD, 2000).

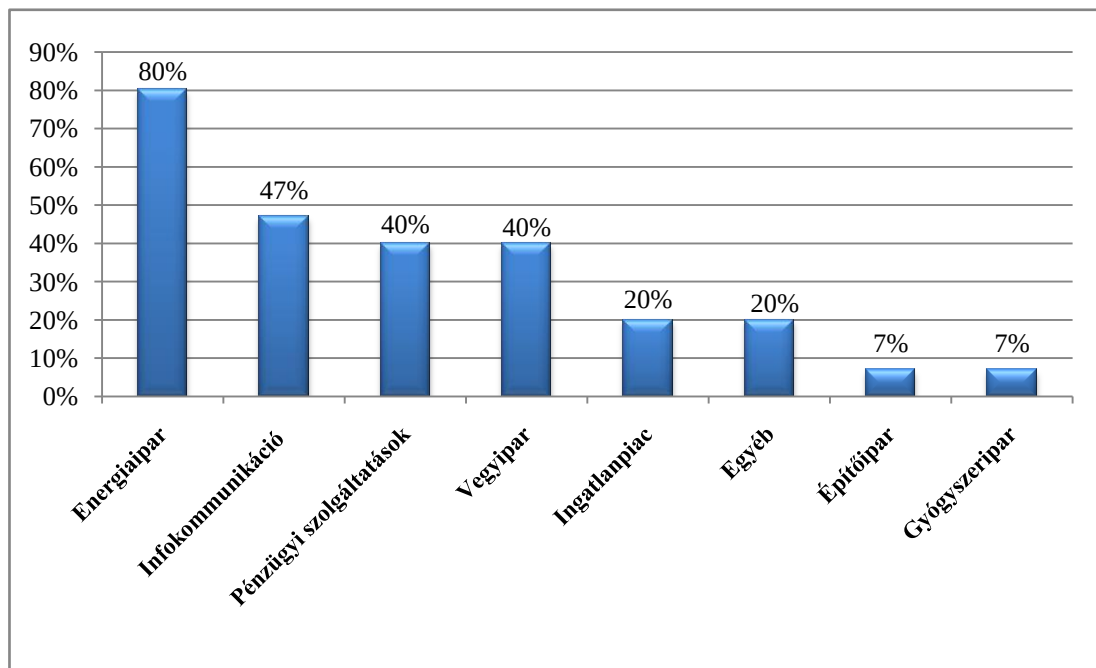
3.2. A JELENLEG ZAJLÓ GLOBÁLIS AKVIZÍCIÓS TEVÉKENYSÉGEK ELEMZÉSE

Jelenleg még a 2008-as gazdasági világválság hatásai és a bizonytalanság késlelteti egy újabb akvizíciós hullám kialakulását, azonban egyes szektorokban már vannak jelek a fellendülésre. Például a Venue® Market Spotlight 2013 szeptemberi kiadványa már a felvásárlási piac fellendüléséről ír, amelyben az RR Donnelley integrált kommunikációs megoldásokat szolgáltató cég megbízásából készített felmérést a jelenleg zajló felvásárlási és fúziós tranzakciók motivációiról és irányáról. A felmérésben több interjút is készítettek amerikai, európai, távol-keleti befektetési elemzőkkel, akik optimistán állnak a jövőhöz és úgy gondolják, hogy a világgazdaságban zajló folyamatok egyre javulnak, de szerintük még korai egy újabb felvásárlási hullámról beszélni. Általánosságban elmondható, hogy az utóbbi években a gyengülő globális kereslet és az ebből adódó verseny nyomás növekedése a legtöbb menedzsert a mérleg eredmények és a részvényesi megtérülés stabilitása valamint ennek megőrzése irányította, nem pedig a beruházások és a növekedés, amely negatívan érintette a felvásárlási és fúziós tevékenységet. A kutatásban résztvevők szerint a felvásárlások száma majd csak 1-2 éven belül fogja újra elérni a 2011-es értéket, amely a 2008-as válság kezdete óta a legeredményesebb év volt a felvásárlások és fúziók szempontjából.

Az elemzésben megkérdezett befektetők szerint a 2013 első félévében történt hatalmas felvásárlási ügyletek (például a Yahoo!–Tumblr vagy a Verizon–Vodafone) még nem jelentik egy újabb felvásárlási hullám előjeleit. Ennek egyik oka lehet, hogy az első félév nagy tranzakcióit a vállalati részvények alulértékelése vezethette, amelyeket többségében olyan készpénztöbbséggel rendelkező multinacionális cégek hajtottak végre, akik ezeken az ügyleteken keresztül kívánták piaci pozíciójukat javítani. Azonban az ilyen tranzakciók nem mindig teremtenek értéket a nagyvállalatok számára, hiszen az integráció végrehajtásában óriási kockázatok rejlenek, amelyek negatívan is befolyásolhatják részvényeik értékét.

Az elemzés arra is kitért, hogy vajon mely országokban illetve régiókban fog a következő felvásárlási hullám beindulni. Erre az egyöntetű válasz – az Egyesült Államok mellett – a fejlődő régiók piacai voltak: Távol-Kelet, Latin-Amerika és Afrika. Egy távol-keleti befektető szerint például Afrika egy olyan feltáratlan erőforrásokkal rendelkező piac, amely ebben az évtizedben nagyon erős növekedési kilátások elé néz. A felvásárlási piac növekedése a befektetők szerint elsősorban az energia-, az infokommunikációs és a

pénzügyi szektorban várható. A 4. ábra bemutatja, hogy mely iparágakban várható az akvizíciós tranzakciók növekedése az elkövetkező években.



4. ábra: A következő években a felvásárlási és fúziós piacot uraló iparágak

Forrás: Saját szerkesztés RR Donelley (2013) adatai alapján

A felvásárlások motivációiról készült összehasonlítás szerint a jelenlegi tranzakciók legfőbb mozgatórugója a vállalatok gazdasági értelemben vett növekedése és ezen keresztül a piaci pozíció erősítése. Továbbá ezek az ügyletek a vállalati menedzserekbe vetett bizalom erősítését is szolgálják, amelyek az ügynökkelméleten keresztül is magyarázhatóak. Eszerint a vállalatvezetők önérdékkövető magatartása vagy elbocsátástól való félelme a vállalati méret növelésére irányuló törekvéseket eredményezhet.

3.3. MIBEN HASONLÍTANAK A FELVÁSÁRLÁSI HULLÁMOK?

Először is minden hullám egy kezdeti gazdasági fellendülés során alakul ki, például egy gazdasági válság, háború vagy energiaválság következtében. A gazdasági fellendülés együtt jár a részvénypiacok és a hitelezés növekedésével, amely az akvizíciós tevékenységeknek elegendő forrást képes biztosítani a beruházásokra, ezen keresztül a felvásárlásokra is.

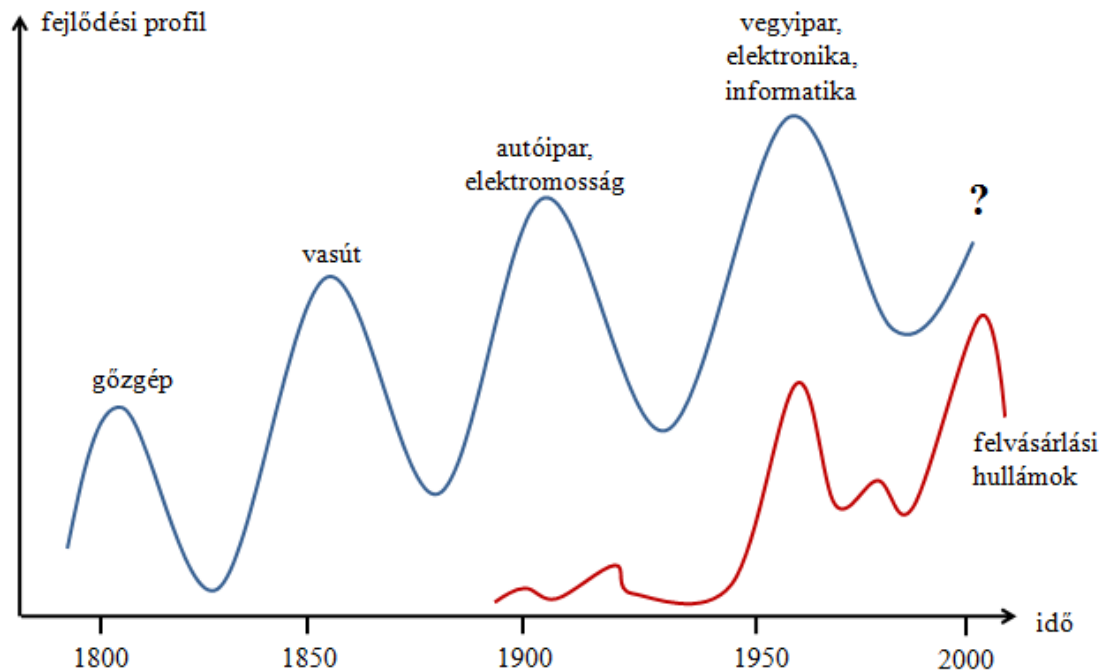
Továbbá az is érdekes, hogy az összes felvásárlási hullám egy tőzsdei összeomlással végződött, amelyből az következik, hogy egy prosperáló tőkepiac elengedhetetlen feltétele a felvásárlási hullámok kialakulásának. De feltehetjük a kérdést, hogy vajon miért ekkor döntenek úgy a vállalatok, hogy felvásárlásokba kezdenek, hiszen a célvállalatok részvényei ekkor magasabb árfolyamon érhetőek el, mint egy kezdődő válság idején. Brealey–Meyers (1999) szerint lehetséges, hogy a felvásárló vállalat úgy ítéli meg, hogy a befektetők alulértékelik a célvállalatot, vagy azt remélik, hogy majd felülértékelik a létrejövő új céget. Azonban értékelési hibák, mind növekvő, mind csökkenő piacokon előfordulhatnak. Ezért ezt a folyamatot nem is pénzügyi, hanem viselkedési okokkal lehet magyarázni, miszerint a befektetőket a kedvező piaci hangulat és a gazdasági folyamatokba vetett bizalom irányítja.

Harmadszor pedig a hullámok általában olyan technológiai vagy pénzügyi innovációk következtében fordulnak elő, amelyek új perspektívát adnak a befektetőknek. Ilyen innovációk voltak az 1830-as években a vasútépítés, 1870-es években az elektromosság, az 1900-as évek elején az autógyártás vagy a 80-as években az informatika. Mindez összefüggésbe hozható Schumpeter (1911) gazdasági fejlődés elméletével, amely szerint a gazdasági fejlődés ciklikusan ingadozik és a ciklusok okozói az úgynevezett bázis-innovációk, amelyek olyan technikai forradalmakat jelentenek, amelyek új technológiák, termékek egész sorának megjelenését segítik elő. De ugyanezen a logikán alapszik Kondratyev ciklus elmélete, amely szerint egy gazdasági ciklus körülbelül ötven éves időszakonként jelentkezik, amelyek szintén a fontosabb találmányokhoz köthetőek. Az alábbi 5. ábrán ábrázoltam ezeket a ciklusokat: a kék görbe a Kondratyev-féle K-hullámokat, míg a piros görbe a felvásárlások számának növekedését mutatja 1897-től kezdődően.

Végül pedig megfigyelhető, hogy a felvásárlások növekedése gyakran fordul elő azokban az időszakokban, amikor szabályozási változásokra kerül sor, például trösztellenes törvényeket vezetnek be, vagy csökken az állam szerepvállalása a piaci hatások érvényesülésének javára.

A megfigyelések szerint felvásárlási fellendülések idején megnő a beruházási kedv. Ilyen időszakokban nagyon fontos, hogy a vállalat jól pozícionálja magát környezetében, ugyanis ebben az időszakban nő meg annak a kockázata, hogy saját maga is felvásárlási célponttá váljon. Azonban egy felvásárlási ajánlat a célvállalat szempontjából nem mindig hátrányos, sőt van, amikor értéket is teremthet a tulajdonosok számára a részvényárfolyamok emelkedésén keresztül. A felvásárlási tranzakciókból eredő előnyök kihasználásában rendkívül fontos szerepe van az ügyletben résztvevő vállalatok stratégiai motivációi-

nak is. Ebből kifolyólag a vállalatok stratégiai megfontolásai meghatározhatják az akvizíciós és fúziós ügyletek értékteremtő képességét.



5. ábra: A Kondratyev-ciklusok és a felvásárlási hullámok viszonya

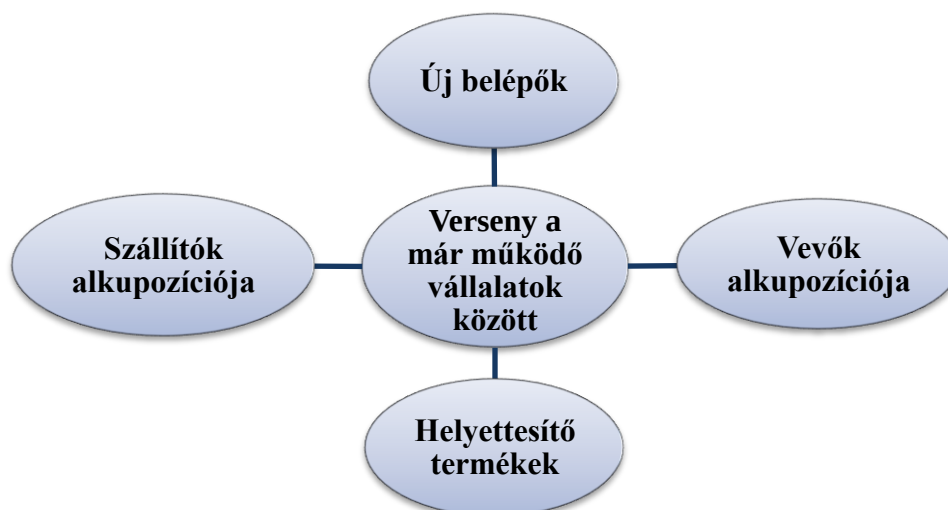
Forrás: Saját szerkesztés Martynova–Renneboog (2008) alapján

4. A FELVÁSÁRLÁSOK ÉS FÚZIÓK, MINT A VERSENYSTRATÉGIA ESZKÖZEI

4.1. A VERSENYSTRATÉGIA KIALAKÍTÁSÁNAK FONTOSSÁGA

A versenystratégia kialakításának első lépése a vállalat elhelyezése a környezetben. Ebbe a környezetbe tartozik a tágabb értelemben vett társadalmi és gazdasági környezet, amelyek az azonos iparágban működő valamennyi vállalat működésére hatással vannak. A kérdés az, hogy hogyan képesek a vállalatok különbözőképpen reagálni ezekre a külső hatásokra. A gazdasági szereplőknek az iparágukon belül is helyt kell állniuk, abban a közvetlen környezetben, ahol termelési vagy szolgáltatási tevékenységüket folytatják. Egy iparágban a verseny öt alapvető versenytényezőtől függ, amelyet az 6. ábrán is láthatunk: a piacra újonnan belépőktől, a helyettesítő termékektől, a vevők és szállítók alkupozíciójától és a verseny élességétől a már működő versenytársak között (Porter, 2006).

A továbbiakban Porter (2006) műve alapján röviden ismertetem ezeket a versenytényezőket, amelyek hozzájárulnak majd az infokommunikációs iparágban uralkodó versenyhelyzet értékeléséhez az 5. fejezetben.



6. ábra: Az iparági versenyt meghatározó versenytényezők

Forrás: Porter, (2006)

- *Új belépők fenyegetése*

Az iparágba újonnan belépő vállalatok piaci részesedést akarnak szerezni maguknak és ehhez jelentős erőforrásokkal kell rendelkezniük. Az új belépők a legtöbb esetben árháborún keresztül akarják gyengíteni a piacon már működő vállalatokat. Az árak csökkentésével idővel növelhetik a már ott működő vállalatok költségeit, amely csökkenti az egész iparág jövedelmezőséget.

A felvásárlás útján történő belépés egy magasabb hozamú iparágba – a piaci pozíció megszerzése érdekében – új belépésnek tekinthető, annak ellenére, hogy nem jött létre teljesen új szervezet. Ez olyan vállalatokra vonatkozik, amelyek felvásárlásokon keresztül szeretnék diverzifikálni tevékenységüket, ezért jelentős erőforrásokat fektetnek a felvásárolt vállalat hatékonyságának növelésébe, amellyel saját jövedelmezőségük is magasabb lesz.

- *Helyettesítő termékek megjelenése*

A helyettesítő termékek korlátozzák az iparág lehetséges megtérülését, hiszen meghatározhatják az árak azt a felső határát, amelyet az iparág vállalatai jövedelmezően megállapíthatnak. Minél vonzóbb a helyettesítő termék kínált ár vagy teljesítmény alternatíva, annál jobban szorítja le profitját az iparág. A helyettesítő termékek akkor válhatnak veszélyessé, ha valamilyen új fejlesztés megnöveli a versengést saját iparágukban és árcsökkenést vagy teljesítményjavítást kényszerít ki. Ilyenkor a vertikális integráció hozzájárulhat, hogy a felvásárló vállalat megkülönböztethesse magát versenytársaitól, mivel a hozzáadott értékből nagyobb rész jut a befolyása alá. Vagyis a vállalat termékdiverzifikáción keresztül képes lesz befolyásolni az értékesítést, a termelés folyamatát, hogy jobb minőségű terméket vagy szolgáltatást tudjon előállítani.

- *Vevők alkupozíciója*

A vevők érdeke az árak leszorítása, hogy jobb minőséget vagy több szolgáltatást alkudjanak ki maguknak, amely ronthatja az iparág jövedelmezőségét. Egy vásárló alkupozíciója több esetben számíthat erősnek. Például, ha a vevőnek lehetősége van más beszállítót találni vagy, ha a beszállító által megtermelt termék vagy szolgáltatást minősége nincs hatással a vevő termékének minőségére. Ilyen esetben az előre irányuló vertikális integráció alkalmazásával a vállalat felvásárolhatja vevőjét, amellyel termékeinek értékesítését biztosíthatja.

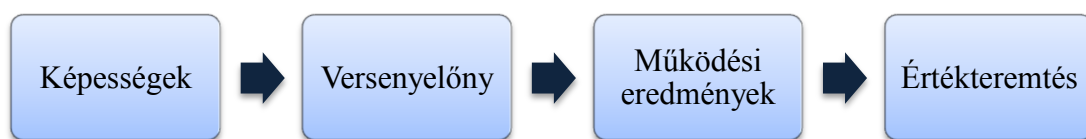
- *Szállítók alkupozíciója*

A szállítók az általuk előállított termékek és szolgáltatások árának emelésével vagy minőségének rontásával csökkentik a vevő iparágának jövedelmezőségét, ha az a költségnövekedést nem képes saját áraiban továbbhárítani. A szállító alkupozícióját erősítheti, ha az általa megtermelt termék a vevők tevékenységének fontos eleme. Az ilyen elem fontos szerepet játszik a vevő termelési folyamatában vagy a végtermék minőségében. Ennek kiküszöbölésére szoktak a nagyvállalatok felvásárlási tevékenységet végrehajtani, amellyel biztosítani tudják az erőforrások stabil árát és megbízható minőségét.

- *A verseny élessége a már működő vállalatok között*

Az iparági verseny több formát is ölthet, például árverseny, reklámhadjárat, új termékek bevezetésének vagy a vevőszolgálat illetve garanciák bővítésének formájában. A versengés annál erősebb lesz, minél inkább növekszik a stratégiai érdekelttség a kitűzött cél elérésének érdekében. Például a nagyobb vállalatok erős szükségét érezhetik annak, hogy stabil pozíciót építsenek ki a globális piacokon, ezzel is növelve nemzetközi presztízst és hírnevet. Ebben az esetben a vállalatok célja nem feltétlenül csak az, hogy megkülönböztessék magukat a versenytársaktól, hanem mert terjeszkedni is akarnak. Erre a cross-border (határokon átívelő) felvásárlásokon vagy fúziókon keresztül remek lehetőségük nyílik, hiszen az ilyen tranzakciók javíthatják a felvásárló vállalat piaci pozícióját.

Porter (2006) versenytényezőinek számbavétele alapján láthatjuk, hogy egy vállalat versenysztratégiájának az a legfontosabb célja, hogy olyan pozíciót találjon iparágában, amelyből a lehető legjobban képes megvédeni magát a fent felsorolt versenytényezőktől, vagy képes a maga számára kedvezően alakítani őket és ezzel versenyelőnyt szerezni. A felvásárlásokon keresztül olyan egyedi képességekhez lehet jutni, amely versenyelőnyt teremtet a felvásárló vállalatnak és ennek hatására nő a vállalat jövedelmezősége, működési eredményei javulnak és ezzel új érték teremődik, amely folyamat a 7. ábrán is látható. A működési eredmények az értékteremtés mérőszámai is lehetnek, ezért elemzésben azokat a vállalatokat fogom értékteremtőnek tekinteni, amelyek felvásárlásokon vagy fúziókon keresztül voltak képesek növelni teljesítménymutatóikat.



7. ábra: Az értékteremtés folyamatai

Forrás: Haspeslagh–Jemison (1991) p. 23.

Az értékteremtéshez elengedhetetlenül szükséges egy stabil versenysztratégia kialakítása, hiszen ha a vállalatok állandóan változtatnának a stratégiájukon, akkor sosem tudnák megvalósítani a kitűzött céljaikat. Éppen ezért mindig azonosítani kell a célokat és a célok eléréséhez igénybe vehető eszközöket. A továbbiakban a felvásárlásokat és fúziókat mutatom be versenysztratégiai megközelítésből, hiszen ezek az ügyletek is eszközként funkcionálhatnak bizonyos versenysztratégiai célok elérésében.

4.2. NÖVEKEDÉSI VERSENY: BELSŐ EXPANZIÓ VAGY FELVÁSÁRLÁS?

Napjaink felvásárlási és fúziós tevékenységeit több tényező is felgyorsíthatja: az egyes iparágak deregulációja, a kapacitásfelesleg vagy a növekedési verseny. A vállalati menedzserek a fúziókban elsősorban a vállalati méret növelésének és új erőforrások szerzésének eszközét látják, amelyek biztosítják, hogy a hazai és a globális piacokon versenyez-hessenek, új technológiákba és új termékekbe legyenek képesek befektetni, ellenőrizhes-sék a disztribúciós csatornákat és mindezek biztosítsák a piacra jutást. Ezt a jelenséget nö-vekedési versenynek nevezzük, mivel a felvásárlások sok esetben arról szólnak, hogy lé-pést kell tartani a versenytárssal, vagy éppen őt kell megelőzni egy akvizíciós lehetőség kihasználásában.

Amikor a vállalatok növekedni szeretnének, gyakran szembesülnek a belső növekedé-sen és a felvásárlásokon keresztüli növekedés közötti választással. Ha egy vállalat a belső növekedéshez kapcsolódóan hajt végre beruházást, akkor az adott iparág termelőkapacitá-sához eszközöket tesz hozzá és ezzel akár jelentős hatást gyakorolhat az iparági versenyre. A belső expanzió előnye, hogy a növekedéshez kapcsolódó beruházásokat (pl. üzemek építése) általában piaci árakon bonyolítják le. A felvásárlások során azonban a többségi tu-lajdonrész megszerzéséhez szükséges ár – a vállalatirányítási jogokért folyó erős verseny

miatt – jóval magasabb a piaci árnál, ezért a felvásárlási ár általában megállapodás kérdése. Ez az ár sok esetben túl magas is lehet, amely a későbbiekben korlátozhatja a magas értékteremtési lehetőségeket és a szervezeti integráció is nehezebben megoldható feladatot fog jelenteni (Rappaport, 2002).

Sokszor hangoztatják, hogy a belső növekedés sokkal lassúbb folyamat lehet, mint a felvásárlás, azonban ez utóbbi sok bizonytalanságot hordozhat. Mivel a tőkebefektetések sok esetben csak hosszú távon térülnek meg, egy erős piaci versenyben a versenytársak gyorsan reagálhatnak és megnövelhetik piaci részesedésüket. Ha egy vállalat kifejleszt egy új terméket vagy gyártási folyamatot és ezt szabadalmaztatja is, a versenytársakat ez nem fogja megakadályozni abban, hogy egy olyan konkurens termékkel álljanak elő, amely nem sérti meg a vállalat szabadalmi jogait. Felvásárlási tranzakciókon keresztül gyorsabban és könnyebben lehet olyan szabadalmakhoz hozzájutni, amelyek kifejlesztése tőke- és időigényes lenne. Az ilyen stratégiai lehetőségeknél rendkívül fontos az időzítés, hiszen a vállalat által eltervezett tranzakciót bármelyik másik versenytárs is megvalósíthatja.

Az akvizíción és fúzión keresztüli növekedés másik lehetősége, amikor a vállalat egy másik, új földrajzi régióban szeretne terjeszkedni és termékeinek piacát növelni (cross-border felvásárlási tranzakció). E vállalat lehet, hogy már jelen van az adott országban és általában a hazai piacokon már sikereket ért el. A nemzetközi terjeszkedés gyors, de kockázatos is lehet, mivel sok országspecifikus tényezőtől függ, hogy a vállalat sikeres lesz-e az új piacon. A felvásárló cégnek fel kell térképeznie az új földrajzi piac minden területét és át kell hidalnia olyan akadályokat, mint például a nyelv, a kultúra vagy a jogrendszer.

A felvásárlási és fúziós tranzakciók lényege, hogy a vállalatok üzleti előnyöket kovacsoljanak maguknak a nagyobb piaci részesedésen, alacsonyabb működési költségeken és az integráltabb értéklánc létrehozásán keresztül. Ezek a fúziókból és felvásárlásokból származó potenciális előnyökhöz közvetlenül kapcsolódnak a várható szinergiák beleértve a megosztott működési költségeket, a méretgazdaságosságot, a kölcsönösen egymásra ható pozitív kölcsönhatásokat és a működési integrációt. A felvásárlásokból és fúziókból származó előnyök fontosságát tükrözi a Deloitte (2008) tanulmánya, amely arról ír, hogy a felvásárlások és fúziók 50-70%-ában nem sikerült létrehozni részvényesi érték növekedést és ezért ezek az ügyletek jelentős kockázatokat hordoznak magukban. Számos oka lehet az alacsony sikerességi rátának. A leggyakoribb ok például az összeolvadások utáni nem jól levezényelt integráció. Ezért a felvásárlási és fúziós ügyletek hatékony és gyors lebonyolítása és a tranzakció utáni integráció rendkívül fontos a szinergiák realizálása érdekében, ezért a felvásárlási folyamat minden lépését stratégiaiilag meg kell tervezni.

4.3. A FELVÁSÁRLÁSI ÉS FÚZIÓS FOLYAMATOK STRATÉGIAI LÉPÉSEI

Sok esetben az akvizíció nem képes értéket teremteni a felvásárló vállalatnak. Nem könnyű feladat egy olyan potenciális célvállalatot találni, amelynél a felvásárlási ár lehetővé teszi a felvásárlónak, hogy elfogadható mértékű gazdasági hozamot érjen el a befektetésén. Ezek a felvásárlásokból és fúziókból származó gazdasági hozamok szorosan kapcsolódnak az elvárt szinergiákhoz. Azonban a szinergiák nem érnek semmit, ha forrásaikat nem lehet azonosítani vagy, ha nem keletkezik belőlük valódi hozzáadott érték az újonnan alakult vállalatnál. A szinergiák közös jellemzője, hogy csak hatékony tervezéssel és végrehajtással érhetőek el a fúziós tevékenységek előtti illetve utáni szakaszban.

A Deloitte (Blatman et al., 2008) különböző iparágakban tevékenykedő vállalatokon keresztül megfigyelte, hogy a rosszul sikerült felvásárlásoknak és egyesüléseknek egyik leggyakoribb oka, hogy a tranzakciók megtervezésére és kivitelezésére nem szántak elég időt és odafigyelést. Ezért nélkülözhetetlen alapos elemzéseket készíteni, hiszen ezzel minimalizálni lehet annak a kockázatát, hogy egy vállalat gazdasági értelemben nem vonzó vállalatot vásároljon meg, vagy egy vonzó célvállalat megszerzéséért túl sokat fizessen. Az akvizíciós piacon zajló éles verseny miatt a vállalatoknak nemcsak okosan, hanem sok esetben gyorsan is kell reagálniuk. Ezért egy megalapozott elemzés és integrációs stratégia nagy jelentőséggel bírhat a célvállalattal folytatott tárgyalások során. Az elemzéshez elengedhetetlenül fontos a felvásárlási és fúziós folyamatok egyes lépéseinek stratégiai vizsgálata. Kutatásom alapján a felvásárlási és fúziós folyamatokat öt alapvető fázisra osztottam fel:

- Versenytényezők elemzése
- Stratégiaalkotás
- Célvállalat keresése és átvilágítása
- Felvásárlási ár meghatározása
- Integráció

4.3.1. A versenytényezők elemzése

Az első lépés célja, hogy feltérképezze a potenciális célvállalatok működési környezetét, megismerje az új piacon már működő versenytársakat és felderítse a felvásárló vállalat és a célvállalat között lévő szinergikus kapcsolatokat. Ezek a szinergia hatások verseny-

előnyhöz juttathatják a felvásárló céget a költségek csökkentésén vagy a megkülönböztető képesség növelésén keresztül. Ha a szinergiák megkülönböztető jellegűnek bizonyulnak, akkor a célvállalat értéke a felvásárló számára magasabb lesz, mint a vállalat megszerzéséért szintén versenyző, de ilyen lehetőségek kiaknázására nem képes ajánlattevők esetében (Rappaport, 2002).

4.3.2. Stratégiaalkotás

Az akvizíciós folyamat második lépése a stratégiaalkotás. A felvásárlást végrehajtó vállalatok nagy része rendelkezik stratégiával, azonban nem mindegyik képes kitartani mellette az egész folyamat során. Damodaran (2006) alapján az alábbiakban ismertetek néhány stratégiai motívumot, amely a felvásárlási ügyletekben szerepet játszhatnak.

- *Diverzifikáció általi kockázatcsökkentés*

A felvásárló vállalat menedzserei úgy gondolják, hogy más ágazatokban tevékenykedő vállalatok felvásárlásával csökkenthető az eredmények volatilitása és a kockázat, tehát növelhető a részvényesi érték.

- *Működési és pénzügyi szinergia létrehozása*

A szinergia az a pótlólagos érték, amely két vállalat összeolvadásából ered. Mint már a 2. fejezetben is írtam, a szakirodalom különbséget tesz működési és pénzügyi szinergia között. A működési szinergiáknak köszönhetően tudják a vállalatok növelni működési eredményeiket és a növekedési ütemet a méretgazdaságosságból, választékgazdaságosságból eredően, vagy ha a különböző működésbeli erősségeiket ötvözik az egyesülő felek. A pénzügyi szinergia pedig növelheti a hitelfelvevő-képességét, hiszen ha két vállalat egyesül, akkor pénzáramlások stabilabbak lesznek, amely lehetővé teszi több idegen forrás bevonását, alacsonyabb tőke költség mellett (Damodaran, 2006).

- *Alulértékelt vállalatok megszerzése*

Az alulértékelt vállalatok akkor válhatnak könnyen felvásárlási célponttá, ha a piacon a célvállalat részvényei alacsonyabb áron forognak, mint ami a valós értékük. Azonban egy felvásárlási ajánlat már önmagában is értéket generálhat, mivel azt jelezheti a piac számára, hogy a célvállalat kiaknázatlan értékteremtő képességekkel rendelkezik. Ezért a felvásárlónak prémiumot kell fizetnie az akvizíció során, hogy biztosan megszerezhesse a vállalatot a versenytársak elől. Ha a tranzakció mással jön létre, akkor ennek hatására a sikertelen felvásárló részvényeinek értéke csökkenhet, mivel elvesztette a lehetőséget, hogy értékes erőforrásokra tegyen szert (Tóth, 2004).

Ahhoz, hogy az ilyen lehetőségeket a vállalatok felismerjék nagyon jó információforrásokra és elemző eszközökre van szükség. Továbbá fontos, hogy a felvásárlási tranzakcióhoz rendelkezésre álljon a szükséges pénzügyi forrás, amely függ a felvásárló vállalat méretétől és a felvásárló múltban elért akvizíciós eredményeitől. A már elért eredmények növelik a befektetők bizalmát, hiszen a felvásárló korábban már bizonyította, hogy értéktérítő módon képes a vállalatok integrációját végrehajtani (Damodaran, 2006).

- *Rosszul irányított vállalatok menedzsereinek leváltása*

A felvásárlási piacon a vezetői hatékonyság a részvényárfolyamok alakulásán is tükröződhet, hiszen ha a vállalat vezetése nem eredményes, akkor a részvényárfolyamok csökkenni fognak és a vállalat felvásárlási célponttá válik. A felvásárlás következtében a régi menedzsereket újak váltják fel, akik hatékonyabb vezetéssel megakadályozhatják a további értékrombolást. Vagyis a felvásárlások piacán a vezetők versenyeznek a vállalatok irányítási jogaiért és a szinergiahatások azáltal érhetőek el, hogy az erőforrásokat az új menedzsment hatékonyabban használja fel (Tóth, 2004).

- *Menedzseri önérdek*

Sok esetben a vállalatvezetők azért kezdenek felvásárlásokba, hogy csökkentsék az elbocsátásuk kockázatát és növeljék bevételeiket. A vállalatvezetők szaktudása könnyen értéktelenné válhat, ha egy felvásárlás következtében elbocsátják őket. Ez a kockázat úgy mérsékelhető, ha a cég folyamatosan növekvő jövedelmezősséggel működik, hiszen ezáltal a vezetők presztízse is nő. A felvásárlások ügynökelméleti magyarázata szerint a vállalat

latvezetők önérdékkövető magatartása vagy elbocsátástól való félelme a vállalati méret növelésére irányuló törekvéseket eredményezhet (Papp–Tóth, 2006).

A Deloitte (Blatman P. et al., 2008) elemzése stratégiai motivációjuk szerint négy kategóriára osztja fel a felvásárló vállalatokat: úttörőkre, bevétel vadászokra, tehetséges felderítőkre és konszolidátorokra. Az úttörő cégek fő motivációja, hogy megtalálják és realizálják a lehetséges szinergiákat. A tehetséges felderítők olyan képességeket és tudást akarnak megszerezni, amellyel önmaguk nem rendelkeznek. A konszolidátorok elsősorban a működési értéket keresik a célvállalatokban, míg a bevételvadászok a vállalatok működési értéket szeretnék megszerezni a szinergia kombinációkból, de fő motivációjuk a jövedelem és piaci méret növelése.

Bármilyen legyen a választott stratégia vagy a felvásárlási tranzakciónak motivációja, vannak olyan tényezők, amelyeknek mindenképp meg kell felelni az elvárt hozamok realizálása érdekében. Ezek a következők:

- Az ügylethez szükséges pénzügyi erőforrások rendelkezésre álljanak;
- az integrációs stratégia egyértelmű legyen;
- reális célokat és a teljesítményre vonatkozó konkrét intézkedéseket és célkitűzéseket kell meghatározni.

Azok a cégek, amelyek magas szintű elvárást fogalmaznak meg az összeolvadás utáni szinergiákkal kapcsolatban, nagy hangsúlyt kell fektetniük a külső részvényesi menedzsmentre és az integráció menedzsmentre a fúzió vagy a felvásárlások előrehaladtával.

4.3.3. Célvállalat keresése és kiválasztása

A keresési szakasz feladata a potenciális célpontok összegyűjtése és azok elemzése. A keresés során arra összpontosítunk, hogy hogyan és hol lehet megtalálni a potenciális vállalatokat, míg az átvilágítási folyamat a felállított kritériumoknak legjobban megfelelő célpontok kiválasztására szolgál. Az érdeklődésre számot tartó üzleti területek körét már korábban, a versenytényezők elemzésekor fel kell mérni. A további vizsgálatok olyan kritériumok alapján történhetnek, mint például a vállalatméret, a szervezeti kultúrák illeszkedése, az aktuális piaci részesedés nagysága vagy a vezetés színvonala.

A sikeresen elvégzett átvilágítás során feltárhatjuk a felvásárlási folyamat kockázatait és lehetőségeit, illetve segít megismerni, hogy milyen mértékű kompatibilitás van a vállalat

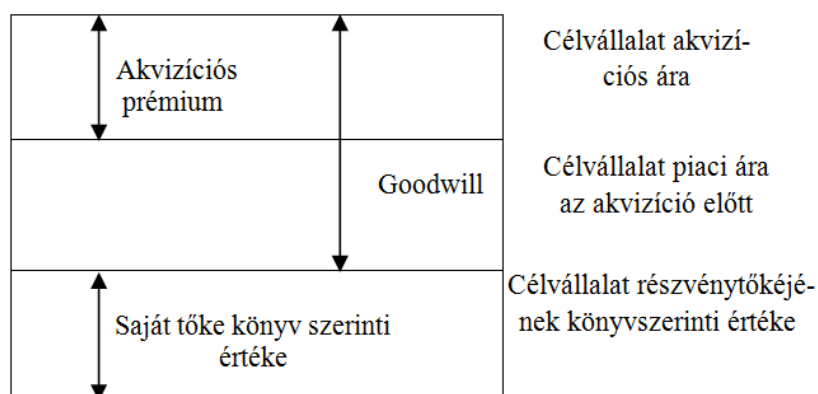
latok pénzügyi helyzete, stratégiája és vállalati kultúrája között. Miután a legjobbnak tűnő célpontokat azonosították, mindegyiküket alaposan meg kell vizsgálni. Ehhez a vizsgálat-hoz a legjobb szakembereket kell megszerezni, akiknek a szakmai tudása és tapasztalata elősegíti a felvásárlás további lépéseinek hatékonyabb megtervezését és kivitelezését.

4.3.4. A felvásárlási ár meghatározása

Ha már sikerült azonosítani és értékelni a célvállalatot, akkor először azt kell eldönteni, hogy mi az a maximális ár, amit még ki lehet fizetni érte. Ehhez azt is elemezni kell, hogy melyek a fő kockázati területek illetve milyen hatása van az akvizíciónak a vállalat pénzáramlására.

A felvásárlási árfolyam az az összeg, amelyet a felvásárló vállalat a megcélzott társaság egy-egy részvényéért hajlandó kifizetni és, amely a két cég menedzserei közötti tárgyalásokon alapul. Ez az ár magasabb lehet az ajánlattevő által felkínált árnál, ha más vállalatok is versenyben vannak ugyanannak a cégnek a megszerzéséért (Damodaran, 2006). A felvásárlási ár a 8. ábra szerinti alkotóelemekből épül fel. Itt össze lehet hasonlítani a felvásárlás során kifizetett árat és a felvásárolt vállalat saját tőkéjének értékét. A tranzakció elszámolása abban térhet el, hogy vagy goodwillként vagy semmilyen formában nem jelenik meg a vállalat könyveiben.

A maximálisan elfogadható felvásárlási árat a célvállalat önálló működés melletti értékének és az akvizíciós szinergiák értékének összegeként vagy az egyesüléssel létrejövő vállalat értékének és a felvásárló fúzió előtti önálló értékének különbségeként is meghatározhatjuk. Ha a felvásárlás versenyelőny elérését célzó stratégia miatt válik szükséges befektetéssé, akkor a stratégiának értéket kell teremtenie, méghozzá úgy, hogy annak megvalósítását támogató lehetséges projektek közül a leghatékonyabb és legeredményesebb lehetőségeket kell választani. Ilyen helyzetben előfordulhat, hogy az akvizíció nem felel meg a hozamelvárásoknak, azonban a stratégia végrehajtására nincs más lehetőség. Egy ilyen akvizíció esetében nem a tranzakció eredménye fontos, hanem az a lehetőség, amelyet a felvásárlás biztosít az iparágban való részvételre (Rappaport, 2002).



8. ábra: A felvásárlási ár alkotóelemei

Forrás: Damodaran (2006)

Olyan körülmények is létezhetnek, amelyek hatására a felvásárló vállalat által meghatározott ár sokkal alacsonyabb lesz, mint a célvállalat önálló értékének és a szinergiák értékének összege. Ez úgy lehetséges, ha a felvásárló vállalatnak van egy hasonlóan kedvező, de alacsonyabb áron megszerezhető célvállalat, de az is lehet, hogy a stratégiai célok más-fajta együttműködéssel is elérhetőek: például közös vállalattal, stratégiai szövetségekkel vagy kisebbségi részesedés szerzésével (Rappaport, 2002).

4.3.5. Integráció

A felvásárlás utáni integráció megtervezése és a terveknek megfelelő pontos végrehajtása kulcsfontosságú az elvárt szinergiák realizálása érdekében. Az integráció megtervezését már az átvilágítás befejeztével el lehet kezdeni. Amikor két vállalat egyesül, vagy valamilyen megszerez egy másik vállalatot, akkor az integrációra több forgatókönyv is lehetséges. A Deloitte (Blatman P. et al., 2008) tanulmánya szerint a fúziók utáni integrációs modellek négy fajtáját lehet megkülönböztetni:

- *Konszolidáció:* amikor a megszerzett vállalat rendszereit, stratégiáit, folyamatait igyekeznek gyorsan és hatékonyan a felvásárló vállalat profiljához igazítani;
- *Kombináció:* amikor a felvásárolt vállalat eszközei közül kiválasztják a leghatékonyabb folyamatokat, struktúrákat, rendszereket az új entitás (egyesülés során létrejövő vállalat) profiljának kialakításához, hogy működési modellje minél hatékonyabb legyen;

- *Transzformáció*: amikor a különböző technológiai és szervezeti megoldásokat próbálják egy új egészre szintetizálni;
- *Megőrzés*: amikor a felvásárló vállalat támogatja, hogy a megszerzett vállalat vagy üzletág megtarthassa egyéni rendszerét, folyamatait és szervezeti kultúráját.

A választott modell függ az újonnan kialakult vállalat céljaitól, vagyis az új vállalat üzleti céljai tükrözik a felvásárló vállalat üzleti elképzeléseit és terveit. Az *9.1. mellékletben* szereplő táblázat azt mutatja, hogy az integrációs modellnek meg kell egyeznie az üzleti tervvel és az akvizíciós profillal. Az integrációs modell kiválasztásánál több kulcsfontosságú kérdést érdemes átgondolni:

- Melyek a felvásárlás vagy fúzió fő üzleti célkitűzései? Növekedés, piaci pozíció növelése vagy költségmegtakarítás?
- Milyen előnyök várhatóak a tranzakcióktól?
- Milyen megközelítés szükséges az üzleti integráció megvalósításához és ezek milyen előnyökkel járnak a vállalatra nézve?

Mindegyik integrációs modell esetében nagyon eltérőek a sikertényezők és az esetleges kudarcok okai, amelyek a *9.2. melléklet* táblázatában olvashatóak. Amellett hogy vannak sikertényezők az egyes integrációs modellekben, ugyanúgy vannak ilyen tényezők a teljes integrációban is, amelyek elősegítik az elvárt hozamok megvalósulását. Azonban az integráció megfelelő tervezése és kivitelezése az összeolvadás után növeli annak valószínűségét, hogy az elvárt hasznokat hosszú távon is elérjék.

Ebben a fejezetben stratégiai megközelítésből ismertettem a felvásárlások és fúziók motivációit és rámutattam, hogy a vállalatok szempontjából rendkívül fontos a megfelelő versenysztratégia kialakítása (a külső és belső expanzió közötti választás), a felvásárlási folyamat minden egyes lépésének megtervezése és pontos végrehajtása, mert ezek nélkül lehetetlen értékteremtő módon ilyen jellegű tranzakciókat levezényelni. A működési eredmények az értékteremtés mérőszámai is lehetnek, mivel akvizíciókon keresztül a képességek megszerzésével a vállalatok versenyelőnyre tehetnek szert, amellyel képesek növelni jövedelmezőségüket.

5. AZ INFOKOMMUNIKÁCIÓS SZEKTOR FELVÁSÁRLÁSI ÉS FÚZIÓS TE- VÉKENYSÉGE

Az infokommunikáció fogalma a társadalmi, gazdasági globalizációval együtt fejlődött ki, az informatika és a távközlés integrálódását fejezi ki. Az információ akadálymentes és gyors áramlásának biztosítása és annak megfelelő feldolgozása napjaink legmeghatározóbb gazdasági előnyeit hordozza magában. Azonban ezeknek kiaknázásához szükségesek a telekommunikációs és informatikai rendszerek, valamint azok használatának összehangolása. Itt a vállalati levelezőrendszerek, a mobilkommunikáció, a webes technológiák, adott esetben az on-line média egységes rendszerben való alkalmazására kell gondolni. Ezen alkalmazások használata sokat segíthet a vállalatok működési hatékonyságának növelésében (TelComin, 2010).

Az infokommunikációs iparág szereplői közé azon vállalatok sorolhatóak, amelyeknek a rádió, televízió, számítógép- és adatátviteli hálózatok, mobiltelefon, internet, on-line médiaszolgáltatások tartoznak tevékenységi körükbe. Mivel jelenleg az internet, a mobilkommunikáció, az online médiaszolgáltatások és adatátviteli hálózatok dinamikus fejlődésének lehetünk szemtanúi, ezért az ilyen tevékenységgel foglalkozó vállalatok felvásárlási és fúziós ügyleteire fókuszálunk dolgozatomban.

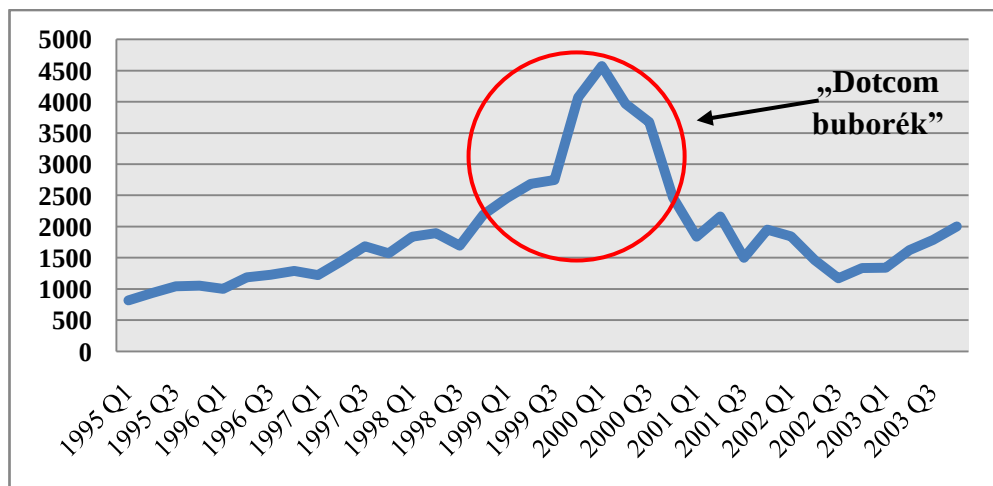
5.1. A SZEKTOR FELVÁSÁRLÁSI HULLÁMAINAK MOTIVÁCIÓI AZ ELMÚLT ÉVTIZEDEKBEN

Az 1970-es évektől kezdve az információtechnológiai és a távközlési rendszerek olyan mértékű fejlődésen mentek keresztül, amelyek lehetővé tették az infokommunikációs szektor kialakulását, dinamikus növekedését és rugalmasabbá válását. Ehhez a fejlődéshez a 1970-es és 80-as évek privatizációs hulláma, illetve a piacok deregulációja is hozzájárult. Akkoriban a belépési korlátokat a kormányok állították fel, mivel a piacra lépés koncessziók, szolgáltatási engedélyek vagy frekvenciahasználati engedélyek megszerzéséhez volt kötve. Jelentős üzleti erők léptek fel annak érdekében, hogy az állam piaci beavatkozásait ebben a szektorban is visszaszorítsák. Ezek a folyamatok alapjaiban alakították át a távközlési és informatikai piacot mind az Egyesült Államokban, mind Nyugat-Európában. A vezetékes, majd a mobilizált infokommunikációs megoldások fejlődésével a piacra történő belépés korlátai egyre alacsonyabbak lettek. Ezek a technológiai újítások és a piaci dereguláció olyan vállalatok létrejöttét tették lehetővé, amelyhez csak szaktudás kellett és

nem volt szükség jelentős induló tőkére, illetve beruházásokra ahhoz, hogy bárki távközlési, informatikai vagy média-szolgáltatásokat nyújthasson (Fülöp–Major, 2004). Ekkor jöttek létre a legnagyobb telekommunikációs vállalatok, mint a Vodafone 1982-ben, a Verizon elődje a Nynex 1984-ben vagy a Nextel 1987-ben. A telekommunikációs vállalatok létrejöttével párhuzamosan alakult ki a negyedik felvásárlási hullám is, amely során az ügyletek főleg vertikális irányultságúak voltak. Ilyen tranzakció volt például az Ericsson és a DataSaab fúziója 1981-ben.

Az 1990-es évekre a gazdasági elemzők már az információs társadalom kialakulásáról és annak kedvező hatásairól beszéltek. Az információtechnológia gyors fejlődését olyan technikai forradalomként értelmezték, mint például a vasút vagy az autók elterjedését és ez a lelkesedés hatással volt a nemzetközi tőzsdékre is. Az infokommunikációs vállalatok részvényárfolyamai hihetetlen gyorsasággal emelkedtek és folyamatosan újabb rekordokat döntögettek. Ebben az időszakban szinte naponta jelentek meg új információs szolgáltatással foglalkozó cégek, amelyek az úgynevezett „dotcom” vállalatokként lettek közismertek. A részvényvásárlási örületnek köszönhetően az elemzők az egész infokommunikációs szektor vállalatait jelentősen felülértékelték (Fülöp–Major, 2004). Az 9. ábrán a NASDAQ árfolyamának alakulása látható negyedéves bontásban, amelyen jól látszik az ezredfordulón kialakult fellendülés és a „dotcom buborék” növekedése, majd kipukkanása.

A telekommunikációs szektor vált a 90-es évek felvásárlási és fúziós hullámának legjellemzőbb területévé is. Ebben az időszakban a piaci szereplők még arra keresték a választ, hogy mi lehet a meghatározó fejlesztési irányvonal a jövőben: a mobilkommunikáció és/vagy a nagy sebességű adatátvitel. Ekkor már a digitalizálás előnyei is jelentkeztek és a hálózati- és mobiltelefon-szolgáltatások összekapcsolódtak az internettel és más adatátviteli hálózatokkal. A piaci szereplők hamar felismerték, hogy ebben az ágazatban nagy lehetőségek rejlenek, és aki először lép, vezetővé válhat az adott területen. Ezért ebben a szektorban az egyesülések és felvásárlások háttérében elsősorban versenystratégiai és kockázatcsökkentő megfontolások álltak.



9. ábra: A NASDAQ árfolyamának alakulása 1995 és 2003 között negyedéves adatok alapján (USD)

Forrás: Saját szerkesztés Yahoo! Finance historikus adatai alapján

Ezzel egy időben a gyors technológiai fejlődés és a szabályozásban végbement változások következtében az akvizíciók túllépték az országhatárokat és ebben az időszakban terjedtek el a már előző fejezetekben említett cross-border (határon-átívelő) felvásárlások. Az információs csatornák fejlődése lehetővé tette a vállalatoknak, hogy új piaci partnereket keressenek a világ bármely országában vagy régiójában és ott kitöltsék a kínálkozó piaci réseket. Ebből adódóan a piac egyre komplexebbé vált mind a termékeket, mind a szolgáltatásokat, mind pedig a szereplőket illetően. A piaci szereplőknek alkalmazkodniuk kellett az új technológiákhoz, az új kommunikációs módszerekhez és eszközökhöz. A dereguláció következtében a nagy természetes monopóliumok megszűntek és új piaci formák jöttek létre, továbbá megszűnt a szektor nemzeti jellege, hiszen sok ország teret engedett a külföldi tőke beáramlásának.

Míg a telekommunikációs felvásárlások és fúziók többségére az Egyesült Államokban került sor, addig a nemzetközi ügyletek ugyancsak fellendültek. Amerikában főleg a méretgazdaságossági előnyök és a szinergia hatások realizálása érdekében jöttek létre a nagy egyesülések. Ilyen felvásárlás volt például, amikor 1998-ban a Worldcom felvásárolta az MCI-t, vagy amikor a Nynex egyesült a Bell Atlantickel, amely 2000-ben összeolvadt a GTE-vel és az újonnan létrejött vállalat lett a jelenlegi Verizon. További ilyen fúzió volt az SBC Communications és az Ameritech (az ügylet értéke 74 milliárd dollár volt) vagy az AT&T és a MediaOne Group egyesülése is.

A nemzetközi ügyletek legfőbb célja azonban nem a szinergia hatások kihasználása, hanem az egyre újabb technológiák szabadalmainak megszerzése és a nemzetközi versenyképességet növelő új technikák átvétele volt. A cross-border felvásárlások értéke 1997-től kezdve az addigi ilyen tranzakciók értékének ötszörösére emelkedett, amely növekedés a telekommunikáció területén is jelentős volt. Például 1999-ben került sor a szektor addigi legnagyobb nemzetközi tranzakciójára, amikor is a brit Vodafone 66 milliárd dollárért megvette az amerikai AirTouch Communicationst (UNCTAD, 1999, p. 96.). A francia Alcatel 1996-ban a 23. helyen végzett a legnagyobb transznacionális vállalatok rangsorában és több felvásárlási ügyletet is lebonyolított az Egyesült Államokban. A svéd Telia és a norvég Telenor szintén úgy döntött, hogy egyesülnek és 1999-ben a Deutsche Telekom is meg akarta szerezni a Telecom Italiát, de ez a próbálkozás végül nem járt sikerrel. Majd 2002-ben a már egyesült Vodafone-AirTouch 161 milliárd dollárért felvásárolta a német Mannesmann (UNCTAD, 2002).

Az új információtovábbítási megoldások megjelenését a piac is nagy érdeklődéssel fogadta. A gyorsan bővülő kereslet a szektor vállalatait egyre nagyobb bevételekhez jutatta. Éppen ezért a pénzpiacok is nagy befektetési lehetőségeket láttak az infokommunikációs cégekben és a megtakarításokat a szektor vállalatai felé terelték. Az óriási felvásárlási tranzakcióknak köszönhetően az elemzők még nagyobb felvásárlási hullámra számítottak az ezredforduló után is, azonban ez a várakozásuk téves volt. Az infokommunikációs szektorban a technológiai változások felgyorsultak, azonban az új megoldások elterjesztésének ideje túl hosszúvá nyúlt. A terjesztési korlátokat a piaci kereslet emelte, amely nem volt képes olyan ütemben bővülni, mint ahogyan azt a vállalatok szeretnék volna, majd 2001-ben a piac összeomlott. Ez azt jelenti, hogy a „dotcom-lufi” kipukkanását az új technológiai megoldások iránti keresleti igények lassú bővülése okozta. Ennek elsődleges oka az volt, hogy a szolgáltatóknak nem sikerült meghatározni az új technológiai megoldások tömeges alkalmazásának területeit és kapacitásfelesleg alakult ki. Az újabb beruházásokhoz és a növekedéshez a vállalatok elégtelennek találták a keresletet, ezért sokkal óvatosabbak lettek a fejlesztési döntések meghozatalában (Fülöp–Major, 2004). Továbbá a szektor vállalatainak vesztesége a részvényárfolyamok zuhanását idézte elő, amely a részvényt piac stagnálásához vezetett. Ezek a folyamatok csökkentették az új pénzügyi forrásokhoz való jutás lehetőségét és tovább rontotta a szektor fejlődési kilátásait, illetve a jövőre vonatkozó befektetői és piaci várakozásokat. A vállalatok profitnöveléssel akartak megfelelni a piaci nyomásnak és a befektetők elvárásainak, amelyhez kreatív számviteli

megoldásokat is alkalmaztak. Ennek következtében a vállalatok piaci értéke egyre inkább elszakadt a valós értéktől, amely szintén hozzájárult a technológiai piacok összeomlásához.

2005-től kezdve a piaci konszolidáció és az új technológiák megszerzése állt a felvásárlások és fúziók háttérében. Két lényegesen különböző típus figyelhető meg a felvásárlásokon keresztül. A távközlési vállalatok és a vállalati szoftvereket fejlesztő cégek fúziói (Verizon–MCI vagy az SBC Communications–AT&T) a versenytársak ellen irányultak, míg az internetes vállalkozások főleg az új technológiák megszerzésében voltak érdekelték (e-Bay–Skype). Az akvizíciók finanszírozási forrásai a szektor vállalatainál és a nagy befektetési társaságoknál felhalmozódott készpénzállomány volt.

A 2008-as válság kirobbanásakor az infokommunikációs termékek piaca néhány hét alatt összeomlott és az egyre csökkenő kereslet és munkanélküliség az amúgy pozitív növekedési kilátásokkal rendelkező vállalatokat is súlyosan érintette. Azonban volt néhány nagyvállalat, amelyek a válság ellenére erősek tudtak maradni. Ez főleg a már említett magas készpénztartalékoknak volt köszönhető, amely forrásokat a gyengébben szereplő versenytársak felvásárlásain keresztül használtak fel, így az erősebb vállalatok képesek voltak új piaci szegmensekben és földrajzi régiókban terjeszkedni. Azonban az amerikai nagyvállalatoknak már nem csak a hazai vagy európai infokommunikációs, technológiai vállalatokkal kell felvenniük a versenyt, hanem a kínai, indiai, tajvani, koreai, brazil, dél-afrikai, orosz és más országokból származó vállalatokkal, akik egyre intenzívebben törnek be a piacokra, mint például a Samsung, a Huawei, a ZTE vagy a China Mobile (OECD, 2009). Ez azt jelenti, hogy a fejlődő régiók alacsonyabb termelési költségei miatt, a fejlett országoknak a hagyományos, sztetenderd termékek gyártásáról át kell állniuk az egyedi, magas tudást képviselő termékek és szolgáltatások előállítására. A fejlett országok jövőbeli versenyképessége tehát abban rejlik, hogy hogyan képes alkalmazni az új innovációkat vagy innovációs folyamatokat a termelésben.

Jelenleg a nagy sebességű hálózatok kifejlesztése, a kisebb vállalatok szabadalmainak megszerzése és a menedzsmentbe vetett bizalom erősítése a felvásárlások fő mozgatórugója. Mivel a bizonytalan gazdasági környezetben a vállalatok többsége képtelen belső expanzió keresztül növekedni, ezért felvásárlásokkal próbálják meg lerövidíteni a várakozási időt. A Bloomberg számítása szerint 2013 első két negyedében összesen 80 milliárd dollár értékben hajtottak végre távközlési cégeket érintő akvizíciós ügyleteket, amely érték a Verizon–Vodafone 130 milliárd dolláros tranzakciójával még tovább fog növekedni. Kü-

lönösen nagy a konszolidációs nyomás az európai infokommunikációs vállalatokon, mivel fel kell venniük a versenyt az amerikai internetes óriáscégekkel és a fejlődő ázsiai hardvergyártókkal szemben. Azonban az Európai Bizottság igyekszik korlátozni a fúziókat a verseny torzulásának és a piaci előnyszerzés elkerülése érdekében, amely hozzáállás nem feltétlenül az európai infokommunikációs szektor konszolidációjának irányába mutat.¹

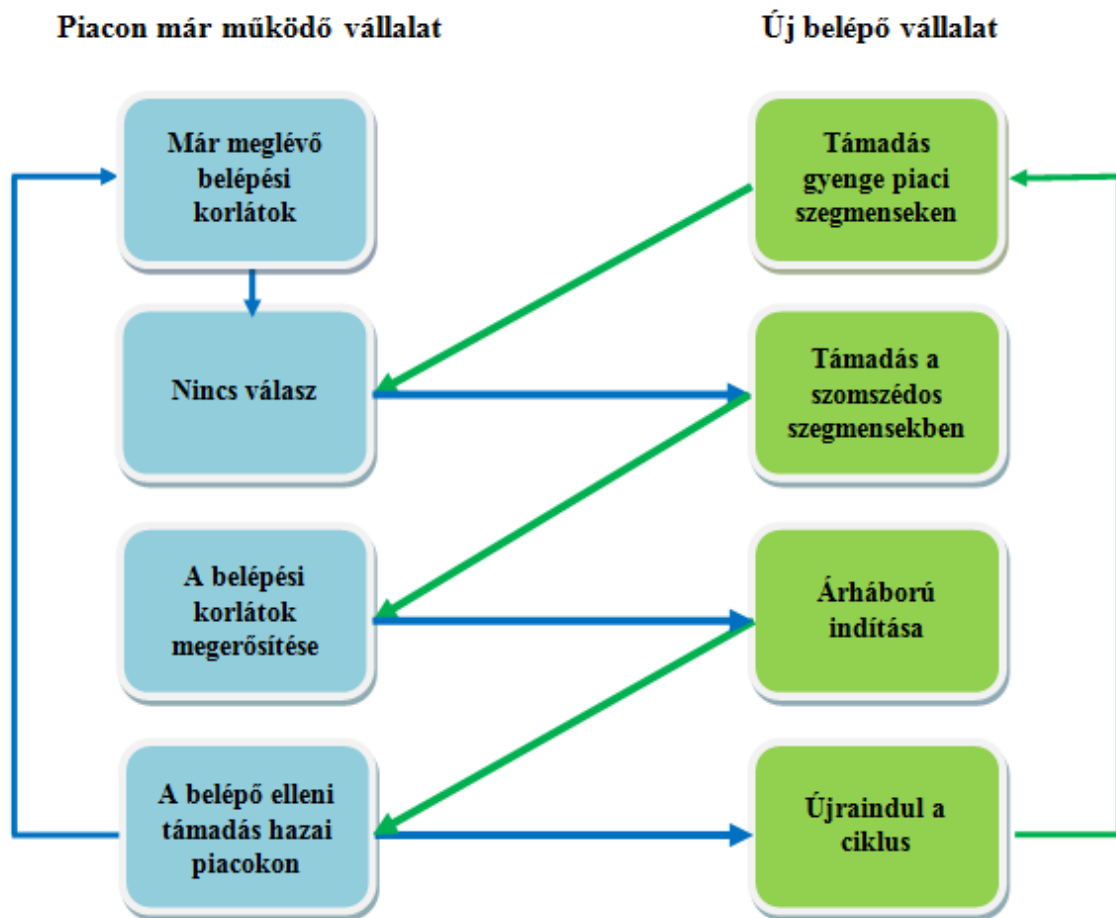
5.2. VERSENY AZ INFOKOMMUNIKÁCIÓS SZÉKTORBAN: A HIPERVERSENY JELLEMZŐI

Az infokommunikációs szektor dinamikus fejlődése, a technikai haladás és az egyre több belépő vállalat miatt, az iparág régebbi szereplői folyamatos versenynyomásnak vannak kitéve. A stratégiai döntések állandó kölcsönhatásban vannak a versenytársak lépéseivel: ha a versenytárs csökkenti árait, akkor ahhoz alkalmazkodnak, ha a versenytárs új innovatív termékkel áll elő, akkor az adott vállalat is megpróbál valamilyen újdonságot piacra dobni. Ezeket a sorozatos stratégiai lépéseket és ellen-lépéseket nevezzük ciklikus versenynek. Egyes iparágak ezeket az interakciókat annyira intenzíven és gyorsan hajtják végre, hogy a piacszerkezet folyamatosan változik. Az ilyen iparágakban zajló versenyhelyzetet nevezzük hiperverseynek, ahol a folyamatos támadások és ellentámadások következtében a vállalatok képtelenek hosszú távon fenntartani piaci pozíciójukat és jövedelmezőségüket. A ciklikus verseny elmélete kihangsúlyozza, hogy az ilyen iparágakban a piacszerkezet nem természetes módon, hanem gyakran a versenyzők stratégiai döntéseinek következtében alakul ki (Johnson–Sholes–Whittington, 2008).

A 10. ábra bemutatja a ciklikus versenyben résztvevő vállalatok lépéseit. A kiindulási pont egy új vállalat belépése, míg a piacon jelenlevő vállalatot már védik bizonyos belépési korlátok. Az új belépő okosan megtámad egy különösen "puha", azaz nem védett piaci szegmenst. Ha ezt a támadást a piacon már működő társaság nem torolja meg, akkor a belépő kiszélesíti a támadást más hasonló piaci szegmensekre is. Ekkor fennállhat az a veszély, hogy a fokozott rivalizálás csökkentheti a versenyben résztvevő vállalatok nyereségességét. A régóta piacon működő társaság végül a belépési korlátok növelésével és erős termékdifferenciáláson keresztül próbál meg védekezni, amelyre az új belépő árháború indításával válaszol. Ezek után a szegmensben már működő vállalat megtámadhatja hazai piacán az új belépőt, amellyel megpróbálja hátrálásra kényszeríteni új versenytársát és ez-

¹ http://arc-vonal.blog.hu/2013/06/28/konszolidacios_hullam_a_tavkozlesi_piacon

zel egy időben igyekszik a belépési korlátokat megerősíteni. Majd az egész ciklus újraindul egy másik kevésbé védett piaci szegmensben (D'Aveni, 1995).



10. ábra: A ciklikus verseny elméleti levezetése

Forrás: D'Aveni, (1995)

A hiperverseny állandó egyensúlytalanságot okoz azokban a szektorokban, ahol a versenytársak ilyen agresszív versenystratégiát követnek. Ezen iparágak szerkezete tartósan instabil maradhat, amely az új belépőknek nem feltétlenül vonzó. Ennek ellenére érdekes, hogy a piacon jelenlévők csak nehezen képesek belépési korlátokat emelni vagy egy versenytárs felvásárlásán keresztül csökkenteni a versenyt. Az élénk kompetitív magatartás kialakulása az erősödő nemzetközi versenynek és a technológiai változásoknak köszönhető, amely folyamatot szinte lehetetlen megállítani egyes iparágakban, mint amilyen például az infokommunikációs szektor.

A stratégiai erőforrások megszerzése a hiperversenyzői környezetben működő vállalatok kulcsstratégiájához tartozik. Mint már a 2. fejezetben leírtam, a stratégiai erőforrások olyan versenyelőnyökhöz juttathatnak egy vállalatot, amellyel tartósan képesek megtartani piaci pozícióját. A technológiai innovációk gyors ütemű növekedése következtében a vállalatok egyre nagyobb kapacitásokkal rendelkeznek helyettesítő termékek és szolgáltatások létrehozására, azonban még így is kevesen képesek valódi versenyelőnyökhöz jutni. Ahhoz, hogy a cégek fel tudják venni a versenyt egy ilyen környezetben, nagy hangsúlyt kell fektetniük a változásmenedzsmentre, hogy minél rugalmasabban, gyorsabban legyenek képesek alkalmazkodni a gyorsan változó piaci környezethez. Továbbá a dinamikus körülmények közötti versenyelőny megszerzéshez olyan dinamikus erőforrások szükségesek, amelyekkel a vállalatok képesek stratégiai erőforrásaikat megújítani és újakat létrehozni. Ilyen dinamikus képesség lehet, ha új termék fejlesztéséhez új eljárásokat vagy rendszereket képesek kifejleszteni, vagy új szakembereket, új képességek megszerzése érdekében felvásárlásokat hajtanak végre, illetve stratégiai szövetségeket kötnek más cégekkel, amellyel új szervezeti készségeket képesek elsajátítani. Például felvásárlásokon és fúziókon keresztül - ha az integráció gyorsan és hatékonyan bonyolódik le – a felvásárolt vállalat új lehetőségeket és értékeket teremthet a felvásárló vállalatnak. A cégek átvilágítása során fény derülhet olyan szinergia-hatásokra vagy szervezeti képességekre, amelyeket a felvásárló hatékonyabban tud majd kihasználni. Tehát más szervezeti képességek megszerzése felhasználható a versenyben, mint dinamikus erőforrás, amellyel javítható a vállalatok innovatív tevékenysége, tanulási képessége és kapacitáskihasználása (Johnson–Sholes, 2008).

A fenntartható versenyelőny keresése mellett más alapja is lehet a vállalatok versenystratégiájának. Számos szervezet szembesül olyan gyorsan változó, bizonytalan gazdasági környezettel, ahol a fogyasztói preferenciák változása miatt csak innovációval vagy helyettesítő termékek előállításával lehet versenyelőnyt szerezni, azt is csak egy rövid ideig. Ezért a versenyelőny a szervezetek azon képességét is jelentheti, hogy milyen gyorsan és rugalmasan képesek reagálni a változásokra és újabb termékeket kifejleszteni.

Intenzív versenyzői környezetben a versenystratégia kialakításakor figyelni kell arra is, hogy a régi versenyelőnyök fenntartása ne vonjon el erőforrásokat az újonnan kialakítandó előnyöktől. Ha ez mégis megvalósul, akkor kannibalizációról beszélhetünk, amikor a vállalat régi versenyelőnyeit feláldozza az újakért. Továbbá hatékonyabb lehet a vállalat számára, ha egy sor kisebb stratégiai lépést tesz meg a nagyok helyett. A több kisebb lépés kiszámíthatatlanabbá teszi a vállalatot és így a versenytársak nehezebben tudják megjósol-

ni a következő lépést. Ez azonban nem biztos, hogy megfelel a befektetők és a hitelezők elvárásainak, hiszen a több kisebb stratégiai döntés magasabb kockázatokat hordozhat magában, ezért nagyon fontos a vállalat versenysztratégiájának optimális meghatározása.

5.3. SZABADALMI PEREK HATÁSA AZ IPARÁGI VERSENYRE

Szabadalomnak a találmányt védő jogot nevezzük. A szabadalomként történő oltalmaztathatóság feltételei, hogy új, feltalálói tevékenységen alapuló, iparilag alkalmazható legyen a találmány a technika bármely területén. A szabadalmi oltalom lényege, hogy maximum 20 évig a szabadalom jogosultjának kizárólagos joga van a találmány hasznosítására. Így a szabadalom jogosultja (szabadalmas) alkotótevékenysége elismeréseként versenyelőnyt, monopóliumot képes szerezni és ez a monopólium garantálja azt, hogy a műszaki megoldásba fektetett kutatás-fejlesztések ráfordításai megtérüljenek. Ez a versenyelőny teszi lehetővé a tudományos fejlődést és az innovatív tevékenység előmozdítását.²

Szabadalombitorlásnak minősül, a szabadalmi oltalom tárgyának jogosulatlan hasznosítása. Jelenleg is rengeteg szabadalombitorlási per folyik az infokommunikációs iparág, azon belül is a telekommunikációs eszközök gyártói között, amellyel megpróbálják versenytársaikat gyengíteni. A nemzeti versenyhivatalok vagy megtiltják az olyan eszközök importját és értékesítését az adott országban vagy régióban, amelyben a szabadalombitorló vállalat felhasznalta a szabadalmi oltalom alatt álló technológiát, vagy pénzbüntetést rónak ki a vállalatra. Ezért a szabadalmi pereket az infokommunikációs szektorban sok esetben már nem csak a szabadalmak jogtalan felhasználása miatt indítják meg, hanem a versenytárs gyengítésének az egyik eszköze lett. Hiszen, ha a versenytársat belekényszerítjük egy elhúzódó jogi eljárásba, az megzavarja működését, nem képes az adott országban hosszú távra tervezni és, ha jogerősen megállapítják a szabadalombitorlás vétségét, akár ki is tiltatják nagyon fontos piacokról. Ezért joggal állítható, hogy a szabadalmi pereskedés a versenysztratégia részévé vált a nagyvállalatok körében, amelyre rengeteg példát lehetne hozni (pl. Apple vs. Samsung vagy Google vs. Microsoft). Joaquín Almunia az Európai Bizottság versenyjogi biztosa is felszólalt a szabadalmi perek stratégiai motivációi ellen: *„A szellemi tulajdon védelme az innováció és a növekedés egyik sarokköve. Ugyanakkor a verseny is az. Úgy vélem, a cégek jobban tennék, ha újítanának, és termékeik minőségével*

² <http://www.szabadalmaztatasi.hu/a-szabadalmaztatasirol/szabadalom-fogalma.html>

méretnek meg magukat, nem pedig visszaélnének szellemi tulajdonjogaikkal, hogy visszafogják versenytársaikat, az innovációt és fogyasztók rendelkezésére álló választékot”.³

A szabadalmaknak több formája létezik, azonban most csak az infokommunikációs iparág szempontjából releváns típusokat fogom megemlíteni: a termékszabadalmakat és az eljárás-szabadalmakat. A termékszabadalom egy új technológiára alapozott új terméket véd le, míg az eljárás-szabadalom olyan találmányokra adható ki, amelyek képesek egy már létező termék teljesítményjavítására vagy költségcsökkentő előállítására. A szektor hiperversenyzői környezete az eljárás-szabadalmaknak kedvez, hiszen a gyártók nem akarnak lemaradni a versenytársakkal szemben és nagyon gyorsan akarnak megfelelni a fogyasztók elvárásainak. Így nincs idejük új termékek kifejlesztésére, hanem inkább a már meglévő termékeket javítják fel egyre újabb és újabb technológiai megoldásokkal.

Ezért szerintem az eljárás-szabadalmak elterjedése okozza a szabadalmi pereskedést az iparág nagyvállalatai között, mivel a termékfejlesztésben nem tudnak, vagy nem akarnak a vállalatok radikálisan újat alkotni. Teljesen egyetértek Almunia versenyjogi biztos véleményével és szerintem a szabadalmaztatás során nem kellene a termékfejlesztés minden egyes apró változtatását bejegyeztetni, hanem a termékszabadalmak számának növelését kellene a szabályozásnak elősegítenie. Ha nem engednék minden kisebb változtatást szabadalmaztatni, akkor a vállalatok motiváltabbak lennének új termékek kifejlesztésében és több forrást áldoznának a kutatás-fejlesztésekre. Továbbá egy terméket sokkal nehezebb lemásolni, mint egy kisebb eljárást, ezért nem kellene attól félniük, hogy a versenytársak gyorsan és könnyen lemásolják az általuk kifejlesztett terméket. A vállalatok így nem felvásárlásokkal vagy szabadalmak megvásárlásával ügyeskednének, hanem „valódi” innovációk segítségével versenyeznének, amelyek a gazdasági növekedésre és a társadalmi jólétre is pozitív hatással lenne.

A kis-és középvállalkozói réteg sokkal egészségesebb versenykörnyezetben működik, ezért ők sokkal nagyobb hangsúlyt fektetnek a termékfejlesztésekre. Kutatásom során megfigyeltem, hogy a nagyvállalatok szívesebben vesznek meg olyan kisebb vállalatokat, amelyeknek volt idejük az innovatív tevékenységre, így pedig a nagyvállalatok könnyebben hozzájutnak az értékes szabadalmakhoz. Ezt az empirikus kutatásommal is alá tudom támasztani, amelyet majd a 6. fejezetben a kutatási eredmények közlésénél fogok kifejteni.

³ http://sg.hu/cikkek/97146/szabadalomsertes_miatt_tamadja_a_motorola_az_apple_t_europaban

5.4. A SEKTOR FEJLŐDÉSI IRÁNYAI A KÖVETKEZŐ ÉVEKBEN

2013-ban az infokommunikációs iparág volt a harmadik legdinamikusabban fejlődő szektor, amely a mobil, a felhőalapú, a közösségi és a Big Data (adatbázis) technológiákra épül. Ez a gyors változás arra kényszeríti az iparág vezetőit, hogy merész beruházásokat és évekre meghatározó döntéseket hozzanak.

Az International Data Corporation (IDC) 2013-as előrejelzése szerint az új megoldások alkalmazása annyira felgyorsul, hogy 2013 végére már az is kialakulhat, hogy mely vállalatok lesznek meghatározóak 2020-ban, és melyek maradnak le a versenyben. Az elemzés szerint a jövőben a fejlődő piacok, valamint a mobileszközök és alkalmazások forgalma lesz a növekedés mozgatórugója, míg a legnagyobb akadályt továbbra is az európai adósságválság jelenti. A becslések szerint a fejlődő piacokon a vállalatok infokommunikációs megoldásokra fordított költségei 5,7 százalékkal fognak növekedni, így ezek az országok teszik majd ki a világ IT-piacának több mint a felét. Sőt 2013-ban Kína elveheti Japántól a világ második legnagyobb IT piacát megillető címet.

Az elkövetkező években a mobileszközök eladásai meghaladhatják az asztali számítógépek kétszeresét is. A becslések szerint a felhasználók 85 milliárd mobilalkalmazást fognak letölteni és többet költenek majd mobil hálózatok használatára, mint vezetékes internet elérésre. A mobileszközök operációs rendszerei (iOS, Android és Windows) közötti óriási versenyt az fogja eldönteni, hogy melyik rendszerre állítanak elő több letölthető mobilapplikációt.

A mobileszközök mellett jelentős növekedésnek fog indulni a felhőszolgáltatások piaca is, amely kiépítésére 2013-ban 72 milliárd dollárt fognak költeni a vállalatok és a felhő infrastruktúra kiépítése után az alkalmazásplatformok kerülnek a figyelem középpontjába. Ennek megfelelően a versenyt az fogja meghatározni, hogy melyik szállító tudja majd a legjobb fejlesztő gárdát kialakítani alkalmazásplatformja köré. A platformváltás a termékstratégiákban is változást fog okozni, amely élesítheti a versenyt a felhőszolgáltatásokat nyújtó infokommunikációs vállalatok között. Például az Amazon, a CentruyLink, az Oracle és a Google már 2010 és 2012 között is hatalmas összegeket fordított felhő infrastruktúrájának kiépítésére, amely fejlesztéseket főleg vertikális irányú akvizíciókon keresztül valósítottak meg.

6. A JELENLEG ZAJLÓ FELVÁSÁRLÁSOK IRÁNYAI ÉS STRATÉGIAI MOTIVÁCIÓI AZ INFOKOMMUNIKÁCIÓS SZEKTORBAN

Eddig dolgozatomban bemutatam a felvásárlások és fúziók alapfogalmait, versenysztratégiai megközelítésének szakirodalmát, a felvásárlási hullámok mozgatórugóit mind globális, mind iparági szinten. Azonban dolgozatomat nem érzem teljesnek, ha empirikusan nem vizsgálom meg az infokommunikációs szektor felvásárlási tranzakciónak jelenlegi irányait és stratégiai motivációit. Ezt az empirikus vizsgálatot az alábbi szempontok alapján fogom elvégezni

6.1.A KUTATÁS MÓDSZERTANA

A kutatásom két részből fog állni. Először elemezni fogom a globális infokommunikációs iparág akvizícióinak és fúzióinak típusait és azok stratégiai motivációit. Másodszor pedig meg szeretném vizsgálni, hogy a vállalatok képesek-e értéket teremteni felvásárlásokon keresztül.

A kutatási minta előállításához 2012-es adatok segítségével kiválasztottam az ötven legnagyobb árbevétellel rendelkező infokommunikációs vállalatot nemzetközi szinten. Az infokommunikációs iparágon belül a telekommunikációs hálózati szolgáltatókat, a telekommunikációs eszközöket és szoftvereket előállító cégeket és internetes vállalatokat vontam be az elemzésbe. Mivel általában csak a legnagyobb vállalatoknak van elegendő erőforrásuk több akvizíciós tranzakció végrehajtásához, ezért az árbevétel alapján történő kiválasztás megfelelő vizsgálati mintát jelent, mind az akvizíciók különböző típusainak felméréséhez, mind az értékteremtési képesség vizsgálatához.

Ezek után minden vállalatra visszakerestem a 2010-2012 közötti időszakban lebonyolított felvásárlási ügyleteket, majd csoportosítottam őket horizontális illetve vertikális jellegük szerint. Itt azt vizsgálom majd meg, hogy melyik tranzakció típus a leggyakoribb az iparágban és ezeknek milyen stratégiai motivációi voltak. A 2008-as gazdasági válság alatt felhalmozott készpénzállományok felhasználásával és a visszatérő befektetői bizalom hatására 2010-ben újra fellendült a felvásárlási piac, ezért úgy gondolom, hogy az elmúlt három év tranzakcióinak elemzésével megfelelő képet alkothatok az iparágban zajló akvizíciók jellegéről.

Miután megállapítottam a tranzakciók jellegét, a vállalatok értékteremtésének vizsgálatához a jövedelmezőségi mutatókat hívtam segítségül. „A jövedelmezőségi mutatók megmutatják, hogy a vállalat a tulajdonosok és a hitelezők által a vállalat rendelkezésére bocsátott forrásokat, illetve az ezekből vásárolt eszközöket, a vizsgált időszakban milyen eredményességgel hasznosította” (Pálinkó–Szabó, 2006, p. 364.). A felvásárlások és fúziók magas forrásigényű beruházásokként is értelmezhetőek, ezért a vállalatok jövedelmezőségi mutatóinak elemzéséből kiderülhet, hogy vajon sikerült-e a vizsgált vállalatoknak értéket teremteniük a felvásárlásokon keresztül. Ezenkívül azt is meg lehet állapítani az adatokból, hogy a horizontális vagy a vertikális felvásárlások teremtenek-e magasabb értéket a felvásárló vállalatok számára.

1. táblázat: Az elemzésben felhasznált jövedelmezőségi mutatók

Jövedelmezőségi mutatók	Mutatók kiszámítása
<i>Saját tőke-arányos megtérülés (ROE)</i>	$\frac{\text{Adózott eredmény}}{\text{Saját tőke}} * 100 (\%)$
<i>Eszközarányos-megtérülés (ROA)</i>	$\frac{\text{Adózott eredmény}}{\text{Összes eszköz}} * 100 (\%)$
<i>Árbevétel-arányos megtérülés (ROS)</i>	$\frac{\text{Adózott eredmény}}{\text{Értékesítés nettó árbevétele}} * 100 (\%)$
<i>Működési profithányad</i>	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Értékesítés nettó árbevétele}} * 100 (\%)$

Forrás: Saját szerkesztés

A pénzügyi mutatók csak több éves adatsorokon vizsgálhatóak megfelelően, ezért a 2010 és 2012-es évre is kiszámítottam őket, amelyekből már jól nyomon követhető a vállalatok eredményességének változása. Számításaim során a könyv szerinti pénzügyi adatokból számított mutatókon keresztül igyekszem megállapítani a vállalatok értékteremtő-képességét. A módszertanban nem veszem figyelembe a piaci adatokat illetve a vállalati részvények árfolyamváltozásait, mert úgy vélem azok könnyebben manipulálhatóak és megbízhatatlan információt szolgáltatnak a vállalatokról. Az általam alkalmazott jövedelmezőségi mutatók és azok kiszámítási módja a 1. táblázatban láthatóak. Az összes mutatóra százalékos eredményt fogunk kapni, amely az összehasonlíthatóságot könnyebbé teszi.

A ROE mutató, azaz a sajáttőke-arányos eredmény azt mutatja meg, hogy milyen jövedelmezően működteti a tulajdonosi tőkét a vállalkozás. A mutató növekedése főleg a menedzsereknek fontos, hiszen jól tükrözi a vezetői munka hatékonyságát. Ha a ROE mutatóban csökkenés következik be, az a menedzserek elbocsátásához vezethet. Ezért a vállalati vezetők a vállalati méret és a profit folyamatos növelésében érdekeltek, amelyek sokszor nem hatékony beruházásokhoz, felvásárlásokhoz vezetnek.

Az eszközarányos megtérülés (ROA) a vállalatba fektetett eszközök működtetésének hatékonyságát méri, vagyis a vállalkozás eszközeinek eredményhozamát fejezi ki. Ez a mutató azért fontos, mert a felvásárlások és fúziók során a felvásárló vállalat olyan új tárgyi eszközöket, immateriális javakhoz jut, amelyek befolyásolják a ROA alakulását. Ha a vállalat az új eszközök segítségével sem képes magasabb adózott eredményt elérni, akkor a felvásárlás nem sikeres és a ROA mutató csökkenése figyelhető meg. A mutató csökkenése ezenkívül jelenthet még magas készletszintet, sok követelést, alacsony termelékenységet vagy nem optimális beruházásokat.

A ROS mutató, vagyis az árbevétel-arányos megtérülés az értékesítés jövedelmezőségét méri az összes költség levonása után. A mutató alacsony értéke túlzott befektetésekre, nem hatékony marketing tevékenységre utalhat. A túlzott befektetések olyan projektek megvalósítását jelenti, amely akár negatív nettó jelenértékűek is lehetnek. Ezen projektek elfogadása túlzott menedzseri önbizalomra utal, amely káros lehet mind a tulajdonosokra, mind a hitelezőkre, mivel a túlzott önbizalommal rendelkező menedzserek érdekeltek az eredménymenedzselésben, vagyis a kreatív számviteli módszerek alkalmazásában. Például akvizíciós tárgyalások idején a felvásárló cég azért próbálja magát felduzzasztani profittal, hogy vonzóbb legyen a célvállalatnak, mivel ha a felvásárló elbukja az üzletet, az ronthatja részvényesi értékét és szintén a menedzser elbocsátásával járhat. Ebből látszik, hogy nem szabad feltétlenül megbízni a pénzügyi mutatókban, hiszen rengeteg torzítási lehetőség rejlik bennük, de ettől függetlenül segítenek a vállalat működési hatékonyságának közelítésében és felhívhatják a figyelmet arra, hogy a vállalat mely területére kell jobban odafigyelnie a vezetőségnek.

Az utolsó alkalmazott mutatószám, a működési profithányad segítségével úgy tudjuk megmérni a vállalati működési hatékonyságát, hogy nem vesszük figyelembe a pénzügyi és finanszírozási döntések hatását. Ennek alapján meg lehet becsülni a vállalat által elért tiszta profitot, amely a részvényesek számára nagyon fontos mutató, hiszen az osztalékfizetés ebből az eredményből valósul meg.

Az elemzésben felhasznált adatokat az UNCTAD, az OECD és az elemzett vállalatok éves jelentéseinek elektronikus kiadványaiból, a Zephyr adatbázisából és Aswath Damodaran honlapjáról gyűjtöttem össze, amelyek az egyes régiókra illetve vállalatokra vonatkozóan éves bontásban tartalmazzák a felhasználni kívánt adatokat.

6.2.A KUTATÁS EREDMÉNYEI

Először a felvásárlások és fúziók típusait vizsgáltam meg, amely során kiderült, hogy az infokommunikációs szektorban a vertikális jellegű, azaz az ellátási lánc különböző szintjein működő vállalatok közötti felvásárlások a leggyakoribbak. A vizsgált időszakban 391 tranzakciót bonyolítottak le a kiválasztott vállalatok, amelyekből 328 vertikális jellegű volt, 63 pedig horizontális (3. sz. melléklet).

Az esetek nagy részében hátrafelé irányuló vertikális integráció történt, mivel ilyenkor a felvásárló vállalat az egyik potenciális beszállítóját szerzi meg. Mivel az infokommunikációs szektor vállalatai jelenleg hiperversenyzői környezetben működnek, nincs idejük hosszadalmas és költséges termékfejlesztésekre, ezért sokszor vesznek meg olyan kisebb vállalatokat, amelyek szabadalmakkal, stratégiai erőforrásokkal vagy know-how-val rendelkeznek. Az ilyen célvállalatok általában forráshiányban szenvednek, és nehezen tudnak csak helytállni az intenzív versenyben, mivel pénzügyi korlátaik nem teszik lehetővé a piaci terjeszkedést, újabb ötleteik szabadalmaztatását és azok bevezetését. De az is előfordulhat, hogy egy növekedési lendületét elvesztő, érett vállalatot vásárol fel egy új, dinamikus növekvő vállalat, amely ügylet felgyorsíthatja a növekedést, egymás erős oldalainak hasznosításával. Ez egy win-win stratégia, hiszen a felvásárló kulcsfontosságú erőforrásokhoz jut, míg a felvásárolt vállalat tovább működhet a nagyvállalat keretein belül, sok esetben megőrizheti önállóságát és termékfejlesztése során nem ütközik pénzügyi akadályokba. Az integráció csökkentheti a marketing és reklám kiadásokat, a termékfejlesztés, a disztribúciós hálózat illetve az információs rendszer fenntartásának költségeit.

Jó példa lehet erre a Nokia Microsoft általi felvásárlása. A Microsoft már régóta szeretett volna belépni az okostelefonok és tabletek piacára, eddig azonban csak a Nokia operációs rendszerein keresztül sikerült az egyre növekvő mobileszközök eladásából részesedést szereznie. Azonban a Nokia mobileszközei és a Windows operációs rendszer ötvözése nem érte el a várva várt sikert, főleg a hardver és a szoftver közötti megoldások inkompatibilitása és a Nokia egyre növekvő pénzügyi nehézségei miatt. Ezért a Microsoft vezetői a felvásárlás fő indokaként a hatékonyabb és összehangoltabb termékfejlesztés, gyártá-

si folyamat és marketing tevékenység kialakítását jelölték meg. Vagyis ebben az esetben a működési és vezetési szinergiák vezetnek majd értékteremtéshez, hiszen könnyebb lesz a gyártási és tervezési folyamatokat egy új üzleti egységben összehangolni és a fejlesztéseknek köszönhetően később nagyobb ármeghatározó erővel fog rendelkezni a Microsoft az okostelefonok és tabletek piacán.

A hátrafelé irányuló vertikális integráció másik példája a Cisco-Lightwire egyesülés lehet. A Lightwire kifejlesztett egy olyan optikai összekapcsoló technológiát nagy sebességű hálózati alkalmazásokhoz, amely megszerzésével a Cisco költséghatékonyabban és gyorsabban képes megfelelni a mobil megoldások iránti egyre növekvő igényeknek. Ezzel az ügylettel a Cisco nem csak új szabadalmakhoz és magas szaktudással rendelkező alkalmazottakhoz jutott, hanem egy olyan beszállító partnerét is integrálta, amellyel erősödött alkupozíciója az ellátási lánc alsóbb rétegeiben és így nagyobb beszállítói árengedményeket lesz képes elérni. Ennek köszönhetően rugalmasabban és költséghatékonyabban tudja megszervezni termelését, amely a vállalati méret növekedéséből fakadó előnyként is értelmezhetünk. A Lightwire pedig a Ciscon keresztül állandó keresletet tud majd biztosítani termékeinek és később akár termékportfólióját is bővítheti.

A vizsgálatom során több olyan esettel is találkoztam, amikor előre irányuló vertikális integráció történt, azaz egy nagyvállalat az egyik vevőjét vásárolta fel. Példaként lehet megemlíteni a ZTE-t, amely a fejlődő országok – főleg az afrikai régiók – telekommunikációs szolgáltatóiban igyekszik minél nagyobb részesedést szerezni, amellyel új piacokra lesz képes belépni és növelni termékei értékesítését az adott országban. De a vertikális felvásárlások és fúziók mellett gyakoriak a stratégia szövetségek kialakulása is. A Huawei és a Vodafone például olyan innovációs központokat akarnak létrehozni Európában, amelyek segítik a Vodafone piacának erősödését, a Huawei pedig beszállítója lesz a Vodafone-nak. Ebben az esetben is mindkét fél nyer, hiszen a Vodafone képes lesz növelni piaci részesedését, a Huawei pedig ezt a megnövekedett piacot tudja felhasználni termékei értékesítéséhez. Az európai piac és a kutatás-fejlesztés kiemelten fontos a Huawei számára, mivel az amerikai képviselőház bizottsága nemzetbiztonsági kockázatokra hivatkozva megtiltotta a Huawei és ZTE működését az Egyesült Államokban.

A kutatási eredmények alapján a horizontális akvizíciók ritkábban fordulnak elő az iparágban és általában a telekommunikációs szolgáltatók körében elterjedtek. A leggyakoribb motivációja az ilyen típusú ügyleteknek az új piacra történő belépés, a piac növelése a versenytárs felvásárlásával – főleg az ügyfelek megszerzése –, illetve a vállalat részvényárfolyamainak felszórólása. A horizontális tranzakciók a vállalat pillanatnyi árfolyam nö-

vekedését eredményezhetik, ez azonban hosszú távon sokkal károsabb lehet mind a felvásárló, mind a felvásárolt vállalat jövőjére nézve.

Főleg a fejlődő országokban működő telekommunikációs szolgáltatók jelentik a potenciális célvállalatokat az amerikai, európai és távol-keleti felvásárlóknak. A France Telecom például azt a stratégiát követte az elmúlt években, hogy az egyiptomi, marokkói és kongói kommunikációs szolgáltatókban fokozatosan egyre nagyobb részesedést szerzett, míg végül teljesen fel nem vásárolta őket. De ugyanez a stratégia figyelhető meg a Millicom, a TeliaSonera, a KT Corporation, a Singapore Telecommunications vagy a China Mobile esetében is.

A telekommunikációs szolgáltatók hatalmas beruházásokat eszközölnek a fejlődő régiók infrastruktúrájának fejlesztésére, amely ideiglenesen csökkentheti a jövedelmezőségüket, hiszen ezen beruházásoknak csak hosszú távon lesznek eredményei. Ezekkel az infrastrukturális fejlesztésekkel igyekeznek megalapozni piaci pozíciójukat az elmaradottabb térségekben, ahol a közeljövőben várhatóan gyors ütemű gazdasági növekedés fog végbemenni. A gazdasági növekedés hatására a fejlődő országok fogyasztási hajlandósága is növekedni fog, amely újabb piacot fog jelenteni ezen cégeknek. Továbbá a felvásárlások által az európai és ázsiai telekommunikációs szolgáltatók adókedvezményeket is érvényesíthetnek a fejlődő országokban, amely hosszú távon magasabb pénzáramokhoz vezethet. Ezért a jövőben nem feltétlenül lesz negatív hatása a horizontális tranzakcióknak, de jelenleg csökkenő eredményeket tudnak ezek a cégek felmutatni.

Összességében elmondható, hogy az infokommunikációs szektorban több vertikális irányú felvásárlás zajlik le, mint horizontális. Míg a vertikális felvásárlások fő mozgatórugói a méretgazdaságosság, a választékgazdaságosság és a szinergia-hatások elérése, addig a horizontális tranzakcióké a fejlődő országok piacaira történő belépés a már régóta ott működő versenytársak fokozatos megszerzésével. A vertikális integráció alkalmazása főleg a telekommunikációs eszközöket gyártó és internetes vállalatok esetében gyakori, míg a horizontális akvizíciók a telekommunikációs szolgáltató cégekre jellemző.

Kutatásom második részében az infokommunikációs nagyvállalatok jövedelmezőségi mutatóinak alakulásán keresztül szeretném elemezni, hogy a felvásárlások gyakorisága és iránya összefügg-e a vállalatok eredményességével. A mutatók változásainak alapján három csoportba lehet besorolni a vállalatokat (*3. számú melléklet*). A besoroláshoz eredetileg klaszteranalízist szerettem volna felhasználni, azonban az egyes csoportok – a 3. szá-

mű melléklet táblázata alapján – szabad szemmel is könnyen beazonosíthatóak, ezért ezt a megoldást nem tartottam szükségesnek.

Az **első csoportban** azok a vállalatok szerepelnek, amelyek számos vertikális jellegű felvásárlást hajtottak végre és ezzel egy időben jövedelmezőségi mutatóik jelentősen csökkentek. Ebbe a csoportba tartozik például az America Movil, az AOL, a Google, a Hewlett Packard, a Microsoft, a Blackberry és a Sony. Ezeknél a vállalatoknál a jövedelmezőség csökkenésének oka egyrészt a túlzott beruházásokban, másrészt az egyes szervezeti egységek nem hatékony kiszervezésében keresendő. A felvásárlásokon keresztül szerettek volna növekedést elérni, azonban olyan vállalatokat is megvettek vagy üzletágakat adtak el, amelyekkel értékteremtés helyett értékrombolást követtek el. Ez a felvásárolt vállalatok integrációjának nem hatékony megoldása, a túl magas felvásárlási ár, a felvásárolt vállalat pénzügyi vagy működési gondjainak vagy a túl optimista menedzserek rossz döntéseinek köszönhető. Például a Sony esetében a legnagyobb hiba az volt, hogy az elmúlt években nem lovagolta meg a technológiai innovációk legnagyobb hullámain, amely az okostelefonjainak eladására is hatással volt. Továbbá a vállalatban erős belviszályok alakultak ki, amely információs aszimmetriához vezetett így végül azokat a területeket, ahol régen a Sony versenyképes volt, felemésztették az új technológiák és az újonnan belépő versenytársak, mint például az Apple, a Samsung vagy a HTC.

A **második csoportba**, azok a vállalatok tartoznak, amelyek a vertikális integrációval képesek voltak értéket teremteni, mivel az összes jövedelmezőségi mutatójuk jelentős növekedést produkált a vizsgált időszakban, mint a Qualcomm, az Apple, a Cisco, a Marvell Technology, a Samsung, a Broadcom vagy a Yahoo!. Ezek a szervezetek tekinthetőek a *1. melléklet* alapján tehetséges felderítőknak. Ezekre a vállalatokra jellemző leginkább a hátrafelé irányuló vertikális integráció, mivel szinte az összes esetben több kisebb értékű start-up vagy innovatív vállalatot szereztek meg. Ezek olyan erőforrásokkal, fejlesztésekkel rendelkeztek, amelyeket a felvásárlók termékfejlesztéseik során hatékonyan tudtak felhasználni és ezen fejlesztésekkel jobban meg tudtak felelni a fogyasztói igényeknek.

Például az Apple legnagyobb versenylőnyét az óriási pénztartaléka jelenti. Amikor megjelenik egy új technológia, a gyártás elindítása nagyon sokba kerül, amely beruházást kevés cég engedheti meg magának és a bankok illetve a befektetők sem szívesen invesztálnak a bizonytalanba. Azonban az Apple felvásárlásokon keresztül képes beruházni a gyártás kezdeti költségeibe, megszerzi a célvállalat szabadalmait, ezért más gyártó nem

férhet hozzá az új technológiához. Ez lehetővé teszi az Apple-nek új forradalmi termékek előállítását és a versenytársak csak körülbelül egy év után lesznek képesek lemásolni az újítást. Mire tömeggyártás lesz és a versenytársak felzárkóznak, addigra a felvásárolt beszállítón keresztül az Apple olcsóbban fog hozzájutni az alkatrészekhez és így a magasabb cash-flow lehetővé teszi az újabb felvásárlásokat, beruházásokat. Míg az Apple nagy versenytársa a Samsung főleg a beszállítói hálózatában, a gyártásban, a logisztikában sikeresen felvásárolt vállalatoknak és az értékesítési szinergiák kihasználásának köszönhetően képes növelni eredményességét és piaci erejét.

A mutatók alakulásából az is megfigyelhető, hogy a vertikális felvásárlásokkal csak azok a vállalatok képesek értéket generálni, amelyek nem esnek túlzásokba a felvásárlási tranzakciók számát illetően. Tehát azok a társaságok bizonyulnak jövedelmezőbbnek, amelyek több időt, erőforrást szánnak a megfelelő integrációs folyamat lebonyolítására illetve a kombináció típusú integrációs modellt alkalmazzák (*1. számú melléklet*). A sikeres ügyletek növelik a befektetők bizalmát is, amely hatással van a vállalat eredményességére. Az integrációs folyamat további siker faktorairól a *2. mellékletben* olvashatnak.

A **harmadik csoportban** azok a vállalatok szerepelnek, amelyek főleg horizontális felvásárlásokon keresztül próbáltak növekedni, de a piacszerzéssel párhuzamosan értékrombolás következett be. A mutatók alakulásából tisztán látszik, hogy azok a cégek – főleg a telekommunikációs szolgáltatók –, amelyek a fejlődő piacokon igyekeztek terjeszkedni, azok jövedelmezőségi mutatói jelentősen csökkentek. Ezek a vállalatok például a France Telecom, a TeliaSonera, a Telenor, a Vodafone vagy a TATA Teleservices. Kivételnek a telekommunikációs szolgáltatók között a Deutsche Telekom számít, amely jövedelmezőségi mutatói a működési profithányadot leszámítva növekedtek. A profitabilitás csökkenése főleg a fokozottabb marketing kiadásoknak köszönhető, amellyel a vállalat előfizetői bázisát kívánta növelni.

A horizontális tranzakciók eredménytelensége a fejlődő országok növekedésének visszaeséséből következik, amely miatt a befektetők bizalom megrendült. Ezen kívül a vállalati eredmények drasztikus csökkenését a fejlődő országok keresletének vártánál lassabb növekedése és politikai kockázata is okozhatja. Politikai kockázatot jelenthetnek például a France Telecom afrikai felvásárlásai, ahol a bizonytalan politikai helyzet miatt, a befektetők elkerülik az ilyen országokban felvásárlást végrehajtó vállalatokba történő beruházást, amely a vállalatok eredményére is hatással lehet. Továbbá e vállalatoknak lehet, hogy nem is az értékteremtés az elsődleges céljuk, hanem a fejlődő országokban működő versenytár-

sak kiiktatása, amíg azok alacsonyabb felvásárlási áron megszerezhetőek. Tehát a többségében horizontális tranzakciókat alkalmazó szervezetek elsődleges célja a versenytársak felvásárlásán keresztül a verseny csökkentése, amely mellett nincs motivációjuk az innovatív megoldások vagy a kutatás-fejlesztési potenciál megszerzésére. Az ilyen vállalatok stratégiai motivációjuk szerint bevétel-vadászoknak vagy konszolidátoroknak tekinthetők (1. melléklet).

Azonban nem biztos, hogy a verseny csökkenése kívánatos a fogyasztók számára. Hiszen ha csökken a verseny, akkor a nagyvállalatok felemelhetik áraikat a magasabb profit érdekében, amely társadalmi holt-teherveszteségként fog jelentkezni, mivel a vállalatok nem a fogyasztói igények kiszolgálására és fejlesztésére fókuszálnak, hanem a növekedési versenyre. A kutatás végeredményét az összefoglaló 2. táblázat szemléleti.

2. táblázat: A kutatás végeredménye

Felvásárlás típusa	Jövedelmezőség alakulása	A változás oka
1. csoport: <i>Vertikális</i>	Csökkenő	Lassú integráció Magas felvásárlási ár Rosszul kiválasztott célvállalatok
2. csoport: <i>Vertikális</i>	Növekvő	Gyors integráció Szabadalmak megszerzése Kutatás- fejlesztési költségek megtakarítása Erős alkupozíció az ellátási láncban Fogyasztói igények szélesebb körű kiszolgálása
3. csoport: <i>Horizontális</i>	Csökkenő	Fejlődő országok lassú kereslet növekedése Fejlődő országok politikai kockázata Innovációk hiánya Versenytársak kiiktatása Fogyasztói igények figyelmen kívül hagyása

Forrás: Saját szerkesztés

7. KONKLÚZIÓ

Dolgozatom célja a vállalatfelvásárlások és egyesülések versenystratégiai szempontú megközelítése volt. Kutatásomat az infokommunikációs szektorra szűkítettem le. Alapfeltevésem az volt, hogy a jelenleg zajló tranzakciók inkább versenystratégiai, mint egyszerű méretgazdaságossági megfontolásokból erednek. Ez a feltevés beigazolódott, hiszen a szakirodalom áttekintése és empirikus kutatásom is alátámasztotta a felvásárlások versenystratégiai mozgatórugóit. A stratégiai szempontok mellett azonban jelentősen befolyásolják a felvásárlások végkimenetelét a tranzakciós árak meghatározása, a menedzserek önérték követő magatartása illetve a felvásárló vállalat számára rendelkezésre álló pénzügyi források.

Az infokommunikációs szektorban a felvásárlások és fúziók az esetek többségében nem teremtenek értéket a felvásárlók számára. Ez azt jelenti, hogy az akvizíciós tevékenységeken keresztül a vállalatok vagy nem voltak képesek új értékes erőforrásokhoz, képességekhez jutni, nem jól mérték fel a tranzakcióból származó potenciális szinergiákat az átvilágítás során, vagy az integráció folyamatában követtek el hibákat. Az értékteremtés további akadályai lehetnek a pénzügyi források szűkössége, a menedzserek túlzott beruházási hajlandósága vagy az irreális célok kitűzése.

A vizsgált vállalatok jövedelmezőségének számbavétele alapján azok a társaságok képesek értéket teremteni, amelyek vertikális integráción keresztül próbálnak növekedni és a belső növekedés illetve kutatás-fejlesztés helyett más vállalatok felvásárlásával szerzik meg a növekedéshez szükséges erőforrásokat és szabadalmakat. Így költségeket takarítanak meg és új, innovatív szervezeti tudásra is szert tesznek. Ehhez azonban stabil pénzügyi helyzet és az integrációs stratégia hatékony, gyors illetve következetes végrehajtása szükséges.

A jövedelmezőségi mutatók pozitív alakulása egyes esetekben a vertikális integrációkat lebonyolító vállalatokat igazolja, azonban nem biztos, hogy ezek a folyamatok hosszú távon fenntarthatóak. Ha a vállalatok nem fordítanak kellő figyelmet saját kutatás-fejlesztési projektjeikre – ezeken belül is a termékinnovációkra –, az az iparág növekedésének lassulásához és ezen keresztül a gazdasági fejlődés visszaeséséhez vezethet. Mind a horizontális, mind a vertikális felvásárlások és fúziók csökkentik a versenyt a nagyvállalatok és a beszállítók között is, amely koncentrációs folyamat később társadalmi holtteherveszteséggé is jelentkezhethet.

IRODALOMJEGZÉK

1. Amit, R. – Schoemaker, P. J. H. (1993): Strategic assets and organizational rent. *Strategic Management Journal* 14. pp. 33-46.
2. Ansoff, I. H. (1965): *Corporate strategy. An analytic approach to business policy for growth and expansion.* McGraw-Hill, New York
3. Balogh Cs. (2005): A határon túli akvizíciós-fúziós folyamatok és mozgatórugói. *Pénzügyek és globalizáció SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2005.* JATE Press, Szeged 173-183.o.
4. Bélyácz I. (2009): *Befektetési döntések megalapozása.* Aula Kiadó, Budapest
5. Bishop, S. – Walker, M. (2011): *Az európai közösségi versenyjog közgazdaságtana: alapfogalmak, alkalmazások és mérési módszerek.* Gazdasági Versenyhivatal Versenykultúra Központ, Budapest
6. Blatman P. et al. (2008): The Role of Information Technology in Mergers and Acquisitions. Deloitte Development LLC. In: http://www.deloitte.com/view/en_us/us/221d1350a8efd110VgnVCM100000ba42f00aRCRD.htm# (letöltve: 2013.szeptember 15.)
7. Bokor A. (2000): *Szervezeti kultúra és tudásintegráció: A termékfejlesztés problémája.* Ph.D. értekezés. Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem Gazdálkodástudományi Ph.D. Program
8. Bouwman, C. H. S. (2013): *The Role of Corporate Culture in Mergers & Acquisitions. "Mergers and Acquisitions: Practices, Performance and Perspectives,"* NOVA Science Publishers
9. Brealey, R. – Myers, S. (1999): *Modern vállalati pénzügyek. Második kötet.* Panem Kiadó, Budapest
10. Chatterjee, S. (1986): Types of synergy and economic value: The impact of acquisition on merging and rival firms. *Strategic Management Journal* 7. pp. 119-139.
11. Carlton, D. W. – Perloff, J. M. (2006): *Modern Piacelmélet.* Panem Kiadó, Budapest
12. Damodaran, A. (2005): *The Value of Synergy.* New York University - Stern School of Business Working Paper Series
13. Damodaran, A. (2006): *A befektetések értékelése. Módszerek és eljárások.* Panem Kiadó, Budapest

14. D'Aveni, R. (1995): *Hypercompetitive Rivalries: Competing in highly dynamic environments*. Free Press, New York
15. Fama E. (1980): Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2 (Apr. 1980) pp. 288-307.
16. Fülöp P. – Major I. (2004): Az infokommunikációs szektor lassulása. Tőzsdei buborék vagy „szabályozási hiba”? *Közgazdasági Szemle*, LI. évf., 2004. november (1001-1028.o.)
17. Gaughan, A. P. (2007): *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. Fourth Edition. John Wiley & Sons Inc., New York
18. Gens, F et al. (2012): *International Data Corporation (ICD) Predictions 2012: Competing for 2020*.
19. Gens, F et al. (2013): *International Data Corporation (ICD) Predictions 2013: Competing on the 3rd Platform*
20. Grant, R. M. (1998): *Contemporary Strategy Analysis: Concepts, Techniques, Applications*. Third Edition. Blackwell Publishers Inc., Oxford
21. Haspeslagh, P.C. – Jemison, D.B. (1991): *Managing Acquisitions - Creating Value Through Corporate Renewal*. The Free Press, New York
22. Jemison, D. B. – Sitkin, S. B. (1986): Corporate Acquisitions: A Process Perspective. *The Academy of Management Review*, Vol. 11, No. 1. (Jan. 1986), pp. 145-163.
23. Johnson G. – Scholes K. – Whittington R. (2008): *Exploring Corporate Strategy*. Pearson Education Limited Prentice Hall, Harlow 8th Edition
24. Martinova M. – Renneboog L. (2008): *A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand?* ECGI - Finance Working Paper No. 97/2005
25. OECD (2009): *Working Party on the Information Economy, Directorate for Science, Technology, and Industry, Committee for Information, Computer and Communications Policy, "The Impact of the Crisis on ICTs and Their Role in the Recovery," DSTI/ICCP/IE(2009)1/Final, 28 July 2009: 27*
26. Papp T. – Tóth K. (2006): *Vállalatfelvásárlások és összeolvadások, mint az értékteremtés eszközei*. Budapesti Corvinus Egyetem Vállalatgazdaságtan Intézet, Versenyképesség Kutató Központ. Versenyképesség Kutatások Műhelytanulmány-sorozat 26. sz. műhelytanulmány
27. Pálinkó É. – Szabó M. (2006): *Vállalati pénzügyek*. Typotex Kiadó, Budapest

28. Pintér É. (2007): A pénzügyi szolgáltatások reintegrációja – a bankbiztosítási tevékenységet befolyásoló tendenciák. Doktori értekezés. Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar Gazdálkodástani Doktori Iskola
29. Pintér É. (2011): Merger and acquisition in the financial services industry. International Journal Of Social Sciences And Humanity Studies Vol 3. No 1. ISSN: 1309-8063 (Online) In: http://www.sobiad.org/eJOURNALS/journal_IJSS/archives/2011_1/eva_pinter.pdf (letöltve: 2013. szeptember 23.)
30. Porter, M. E. (2006): Versenysztratégia. Akadémiai Kiadó, Budapest
31. Rappaport, A. (2002): A tulajdonosi érték. Útmutató vállalatvezetőknek és befektetőknek. Alinea Kiadó, Budapest
32. RR Donelley (2013): Venue® Market Spotlight. M&A Rebound? Spetember 2013 Editon In: http://mergermarketgroup.com/wp-content/uploads/2013/09/RRD_September-2013_Rebound_V10_VC2.pdf (letöltve: 2013. október 12.)
33. Schumpeter, J. A. (1911): A gazdasági fejlődés elmélete. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1980.
34. Sudarsanam, S. (2003): Creating Value from Mergers and Acquisitions. The Challenges. An Integrated and International Perspective. Pearson Education Limited Prentice Hall, Harlow
35. TelComin (2010): Infokommunikációs szolgáltatások bevezetése. In: http://telcomin.hu/infokommunikacios_szolgaltatasok_bevezetese (letöltve: 2013. október 30.)
36. Tóth K. (2004): Szinergia és valóság. A felvásárlások vezetésének hatása a szinergiák realizálására Ph.D. értekezés. Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem, Budapest
37. Varian, H. R. (2009): Mikroökonómia középfolon. Akadémiai Kiadó, Budapest
38. UNCTAD (1999): World Invesment Report 1999. Foreign Direct Investment and the Challenge of Development. In: http://unctad.org/en/docs/wir1999_en.pdf (letöltve: 2013. október 30.)
39. UNCTAD (2000): World Invesment Report 2000. Cross-border Mergers and Acquisitons and Develpoment. In: http://unctad.org/en/docs/wir2000_en.pdf (letöltve: 2013. október 23.)
40. UNCTAD (2002): World Investment Report 2002. Transnational Corporations and Export Competitiveness. In: http://unctad.org/en/docs/wir2002_en.pdf (letöltve: 2013. október 30.)

41. UNCTAD (2013): World Investment Report 2013. In:
<http://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=588> (letöltve:
2013.október 22.)

MELLÉKLETEK

1. MELLÉKLET: AZ AKVIZÍCIÓK MOTIVÁCIÓINAK ÉRVÉNYESÜLÉSE A KÜLÖNBÖZŐ INTEGRÁCIÓS MODELLEKBEN ÉS STRATÉGIAI MEGKÖZELÍTÉSEKBEN

Modell	Akvizíció motivációi	Konszolidáció	Kombináció	Transzformáció	Megőrzés
Konszolidátor	Hatékonyság növelése	✓	?	X	X
	Nyitás új földrajzi piacokra	✓	?	X	?
	Nyitás új piaci szegmensek felé	✓	✓	?	?
Bevétel vadász	Új termékeket megszerezni	X	✓	X	?
	Új értékesítési csatornák megszerzése	X	✓	X	?
Tehetség felderítők	Szakértelem felvásárlása	X	?	X	✓
	Új vagy jobb technológiák felvásárlása	X	✓	?	?
Úttörők	Új üzleti modell kifejlesztése	X	?	✓	X

Forrás: Saját szerkesztés Deloitte (2008) alapján

2. MELLÉKLET: A VÁLLALATI INTEGRÁCIÓ SIKERTÉNYEZŐI ÉS BUKÁSÁNAK OKAI

	Konszolidáció	Kombináció	Transzformáció	Megőrzés
Siker faktorok	Részletes végrehajtási tervek Rendszerek gyors átalakítása Egységes és következetes végrehajtás	Valódi együttműködés A két szervezet legértékesebb részeinek megőrzés A különböző technológiák szakértelmének szintetizálása	Az új szervezet meggyőző jövőképe Határozott fókusz és elkötelezett vezetés Jelentős szakértelm a változás-menedzsmentben	Autonómia védelme A menedzsment mérsékelt bevonása Szigorú működési monitoring
Bukási faktorok	A kitermelt vagyon pazarlása Kulcsemberek elidegenítése Lehetséges szinergiákat nem veszik észre	Hosszan elnyújtott értékelések Megoldatlan kérdések Nem hatékony rendszerek	Irreális célok Egyensúly hiánya Szervezeti ellenállás a változással szemben	Túlzott hatékonyságtalanság Felesleges átfedések Elmulasztott szinergiák

Forrás: Saját szerkesztés Deloitte (2008) alapján

3. MELLÉKLET: A NEMZETKÖZI INFOKOMMUNIKÁCIÓS IPARÁG 50 LEGNAGYOBB VÁLLALATÁNAK FELVÁSÁRLÁSI TRANZAKCIÓI ÉS JÖVEDELMEZŐSÉGI MUTATÓI (2010-2012 KÖZÖTT)

Vállalat	Felvásárlások száma	Horizontális	Vertikális	ROE (2010)	ROE (2012)	ROA (2010)	ROA (2012)	ROS (2010)	ROS (2012)	Működési profit-hányad (2010)	Működési profit-hányad (2012)
Alcatel-Lucent	2	0	2	-14,77%	-14,79%	-2,66%	2,81%	-4,50%	7,14%	-4,64%	1,64%
Amazon	15	5	10	17,16%	8,13%	6,53%	2,49%	3,99%	0,13%	5,02%	1,79%
America Movil	12	4	8	43,46%	29,01%	16,99%	8,76%	16,17%	12,45%	26,40%	23,74%
AOL	10	0	10	8,13%	0,60%	6,25%	0,46%	9,46%	0,59%	20,76%	8,07%
Apple	12	0	12	29,32%	35,30%	18,63%	23,70%	21,48%	26,66%	28,19%	35,30%
AT&T	1	0	1	12,25%	12,39%	4,66%	4,84%	10,11%	10,33%	17,74%	17,38%
BCE Inc.	2	0	2	13,59%	17,44%	5,07%	6,52%	10,51%	13,20%	19,94%	20,31%
Belgacom	3	0	3	52,04%	15,20%	9,29%	8,87%	15,09%	11,88%	17,81%	16,41%
Broadcom	7	1	6	4,18%	15,63%	3,15%	11,27%	2,61%	13,79%	14,51%	14,86%
BT Group	0	0	0	17,88%	21,32%	3,96%	7,66%	5,40%	9,50%	12,21%	14,01%
CenturyLink	6	1	5	10,92%	7,76%	4,57%	2,88%	14,43%	8,65%	28,71%	15,01%
China Mobile	3	0	3	22,73%	19,39%	15,32%	13,21%	25,47%	23,83%	65,08%	14,75%
Cisco System	23	0	23	17,55%	19,53%	9,59%	10,91%	18,59%	21,74%	22,89%	19,53%
Deutsche Telekom	2	1	1	5,88%	7,59%	1,99%	2,47%	0,54%	0,94%	13,04%	9,25%
Ericsson	8	1	7	5,31%	10,66%	4,25%	5,44%	5,68%	5,37%	11,44%	10,39%
Facebook	27	3	24	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Vállalat	Felvásárlások száma	Horizontális	Vertikális	ROE (2010)	ROE (2012)	ROA (2010)	ROA (2012)	ROS (2010)	ROS (2012)	Működési profit-hányad (2010)	Működési profit-hányad (2012)
France Telecom	3	3	0	13,00%	1,28%	8,64%	6,54%	6,46%	8,64%	20,21%	17,75%
Google	58	4	54	35,15%	16,75%	16,11%	13,41%	23,66%	25,68%	35,15%	30,98%
Hewlett-Packard	10	0	10	21,48%	18,14%	7,03%	3,97%	6,95%	5,87%	11,67%	10,45%
HTC	5	0	5	51,53%	20,72%	20,75%	8,51%	15,64%	13,30%	15,62%	6,41%
Huawei	1	0	1	22,36%	20,50%	7,18%	7,32%	7,11%	6,98%	40,48%	39,77%
KT Corporation	3	3	0	4,09%	10,91%	1,59%	3,97%	2,15%	5,80%	5,73%	9,97%
Marvell Technology	3	0	3	8,00%	15,85%	6,82%	13,78%	9,94%	23,42%	11,90%	23,10%
Microsoft	16	0	16	40,63%	34,92%	21,78%	19,10%	28,52%	32,02%	38,66%	37,92%
Millicom International Cellular	3	1	2	34,05%	39,29%	9,92%	12,16%	11,61%	19,55%	26,10%	28,90%
Mobile Telesystems	2	2	0	47,61%	41,82%	18,47%	9,50%	17,99%	11,82%	34,62%	25,92%
Motorola Solution	1	1	0	-1,14%	17,03%	-0,43%	6,37%	-0,52%	10,82%	2,24%	16,74%
Nokia	7	1	6	15,74%	9,08%	6,86%	2,97%	6,45%	2,78%	6,15%	4,58%
Oracle	30	0	30	27,58%	28,66%	13,79%	15,98%	26,39%	38,77%	46,15%	46,24%
Qualcomm	6	1	5	14,06%	19,27%	10,40%	15,02%	25,99%	33,80%	34,43%	37,13%
Research in Motion (Blackberry)	12	0	12	30,60%	21,77%	15,28%	16,01%	10,23%	11,88%	27,64%	15,02%
Salesforce	18	0	18	3,74%	-0,73%	15,21%	-0,27%	2,54%	-0,40%	-0,12%	-1,55%
Samsung	6	0	6	18,07%	19,62%	12,02%	13,16%	10,44%	11,85%	9,48%	14,44%

Vállalat	Felvásárlások száma	Horizontális	Vertikális	ROE (2010)	ROE (2012)	ROA (2010)	ROA (2012)	ROS (2010)	ROS (2012)	Működési profit-hányad (2010)	Működési profit-hányad (2012)
Singapore Telecom	3	0	3	16,63%	17,03%	10,29%	9,86%	23,19%	21,18%	17,03%	16,54%
Sony	13	1	12	138,00%	-18,34%	0,31%	-3,43%	0,06%	-6,94%	0,50%	-1,04%
Sprint Nextel	1	1	0	-13,46%	-25,29%	-4,39%	-5,85%	-7,58%	-8,58%	-3,24%	0,64%
Swisscom	4	0	4	31,83%	3,62%	8,47%	8,76%	16,06%	5,95%	21,51%	21,14%
TATA Teleservices	1	1	0	2,40%	-27,04%	1,57%	-2,62%	4,01%	-20,90%	6,20%	0,18%
Tele2	5	5	0	24,36%	12,15%	9,65%	6,63%	11,49%	12,01%	16,87%	14,28%
Telefonica	3	3	0	60,11%	33,62%	7,83%	5,61%	13,39%	8,43%	21,99%	17,28%
Telenor	3	3	0	18,99%	-1,67%	8,57%	3,02%	8,85%	7,27%	13,09%	17,19%
TeliaSonera	15	11	4	16,85%	9,57%	7,89%	8,32%	17,27%	17,57%	23,55%	19,57%
Telstra Corporation	2	1	1	30,58%	29,66%	9,88%	8,61%	15,58%	13,42%	44,64%	40,95%
TELUS	3	1	2	13,23%	16,17%	5,21%	6,09%	10,36%	11,68%	20,39%	18,93%
Verizon	3	0	3	16,36%	16,92%	2,99%	2,64%	6,34%	5,48%	18,07%	15,03%
Vivendi	4	1	3	3,65%	0,18%	4,75%	3,78%	10,86%	9,30%	19,84%	17,62%
Vodafone Group	4	3	1	12,74%	9,81%	5,39%	5,40%	15,11%	14,98%	14,36%	14,15%
Yahoo!	9	0	9	4,84%	8,34%	4,05%	7,09%	9,26%	21,04%	5,06%	16,55%
ZTE	1	0	1	17,45%	-21,35%	5,67%	1,25%	4,07%	2,38%	3,89%	-0,62%
Összesen	391	63	328								

Forrás: Saját szerkesztés