

**A magyar vállalati felvásárlások pénzügyi vizsgálata
a felvásárló szemszögéből, avagy az akvizíció hogyan
segíti a növekedést?**

TDK dolgozat

2014

Tartalomjegyzék

Bevezetés.....	3
1.A vállalati fúziók és felvásárlások tartalmi és történeti vonatkozásai.....	5
1.1 A vállalati fúziók és felvásárlások definíciója és létrejöttének célja.....	5
1.2 A fúziók típusai	6
1.3 A fúziók létrejöttének okai	8
1.4 A fúziók története	9
1.4.1 Az 1. hullám	10
1.4.2 A 2. hullám	10
1.4.3 A 3. hullám	11
1.4.4 A 4. hullám	12
1.4.5 Az 5. hullám	13
1.4.6 A fúziós hullámok összegzése	14
1.5 A téma jelentősége.....	14
1.6 A határon átvelő felvásárlások és fúziók.....	19
1.7 A Magyarországi felvásárlások	20
1.8 A fúziókontroll	21
1.8.1 A felvásárlás megakadályozása és a felvásárlás elleni taktikák	21
1.8.2 A törvényi szabályozás	22
2. A felvásárló cégek vizsgálata	24
2.1 Az adatbázis bemutatása.....	24
2.2 Az adatbázis egészére vonatkozó kimutatások elemzése	27
2.2.1A jövedelmezőségi helyzet vizsgálata	27
2.2.2 A pénzügyi helyzet vizsgálata	30
2.2.3 Az üzletmenet hatékonyságának a vizsgálata.....	33
2.3 A négy legjobban érintett gazdasági ágazat elemzése.....	35

2.3.1 Az élelmiszergyártás.....	36
2.3.2 A kiskereskedelem.....	37
2.3.3 Az ingatlanügyletek.....	40
2.3.4 A villamos energia-, gáz, gőzellátás, légkondicionálás.....	41
2.4 A felvásárlások összegzése.....	43
Összegzés és javaslatok	44
Irodalomjegyzék	45

BEVEZETÉS

TDK dolgozatomat a szervezeti formaváltozások pénzügyi mérlegelési lehetőségei témakörben írom. Ezt a témát azért választottam, mert egyrészt nagyon fontosnak, másrészt pedig érdekesnek találom a pénzügyi elemzések témakört. Az elemzések révén olyan releváns információkhoz lehet jutni, amelynek az ismerete elengedhetetlen a vállalatok sikeres működéséhez. A számított arányszámok révén olyan jelzésekhez jutnak a vállalatok, amik segítségével következtetni lehet a vállalati tevékenységek hatékonyságára és az esetleges problémákra. Ennek köszönhetően lehet azt látni, hogy mire kell figyelniük, és milyen folyamatokon kell változtatniuk annak érdekében, hogy az állandó fejlődésük fenntartható legyen.

A választott témakörön belül azokat a vállalatokat vizsgálom, ahol felvásárlás révén többségi tulajdonrészt szereztek egy másik vállalatban. Ez megtörténhet akár a tulajdonosi hányad 51 %-ának a megszerzésével is. Ezt a témát azért választottam, mert nagyon fontosnak és érdekesnek találom a felvásárlásokban rejlő pénzügyi lehetőségeket.

A vizsgálódásom során azt szeretném kideríteni, hogy a magyar felvásárló cégek pénzügyi helyzete hogyan alakult az akvizíciót követően és vajon megéri-e a felvásárlás jövedelmezőségi szempontból. Mindez segítheti a még megalapozottabb jövőbeli akvizíciós döntések létrejöttét. Az adatbázist a Gazdasági Elemzések Tanszéken folyó kutatás keretében kaptam, amibe az előző tanév folyamán bekapcsolódtam. Az adatbázis adatainak gyűjtését a 6. félévem elején kezdtem. Az adatokat 2007 és 2012 között töltöttem le az Elektronikus Beszámolóról az érintett cégekre vonatkozóan. A hosszadalmas gyűjtésnek köszönhetően 47 cégre vonatkozóan sikerült letöltenem és Excelbe átvinnem az adatokat. Excelbe azért írtam át az adatokat, mert az elemzéseket az Elektronikus Beszámolóról letöltött mérleg és eredménykimutatás formátumai nem tették lehetővé a számolást. A nagyszámú adatbázis révén bízom abban, hogy a kimutatásaim reprezentálják a magyarországi felvásárlások pénzügyi helyzetének és jövedelmezőségének az alakulását.

A fúziók és a felvásárlások fontosságát az is szemlélteti, hogy a történelem során 5 hatalmas volumenű fúziós hullám is lezajlott, ahol számos óriási méretű felvásárlás és egyesülés történt. Napjainkban a felvásárlások és a fúziók a külső vállalati növekedések legelterjedtebb megvalósítási módozata. A vállalatok hatalmas mennyiségű pénzt fordítanak az akvizíciókba. A felvásárlások világméretűvé váltak és a globalizáció elterjedésével egyre gyakrabban fordulnak elő a határon átvelő tranzakciók is, ezért a dolgozatomban a téma jelentőségének a bemutatásánál magyarországi helyzet mellett globálisan is részletezem a

fúziók és a felvásárlások alakulását történetiségében. A felvásárlás és a fúzió, mint fogalom, nagyon változatos képet mutat. A felvásárlásoknak többféle célja is lehet, mint például a hatékonyság növelése, a piaci terjeszkedés és a profit növelése. A témával kapcsolatban fontos szerepet játszik a fúziókontroll, ami a felvásárlásokat szabályozza törvényi eszközökkel annak az érdekében, hogy piaci egyensúlyban maradjon.

A téma aktualitása és fontossága ellenére azt tapasztaltam, hogy Magyarországon sajnos nagyon kevés szakértője van ennek a témakörnek, miközben külföldön több elemzés és kimutatás is készült. Ezért tartom lényegesnek a hazai felvásárlásokkal kapcsolatos kutatást.

1.A VÁLLALATI FÚZIÓK ÉS FELVÁSÁRLÁSOK TARTALMI ÉS TÖRTÉNETI VONATKOZÁSAI

Ebben a fejezetben áttekintem a fúziók és felvásárlások fogalmi háttérét és létrejöttének történetét a szakirodalmi feldolgozás keretében. Kitérek a fúziók és felvásárlások típusaira, majd ezt követően megvizsgálom a fúziók létrejöttének okait. Számszerű adatokra hivatkozva ismertetem a téma fontosságát, jelentőségét. A magyarországi fúziók mellett a határon átvélő fúziókat is megemlítem, mert ezek globalizáció következtében egyre elterjedtebbek. Végül a fúziókkal és felvásárlásokkal kapcsolatos törvényeket ismertetem, mivel a gazdasági verseny torzulásában elengedhetetlen szerepet játszik a fúziókontroll.

1.1 A VÁLLALATI FÚZIÓK ÉS FELVÁSÁRLÁSOK DEFINÍCIÓJA ÉS LÉTREJÖTTÉNEK CÉLJA

TDK dolgozatomat a fogalom ismertetésével kezdem. A polgári törvénykönyv a következőképpen fogalmaz az egyesülést illetően:

„3:44. § [Egyesülés]

A jogi személy más jogi személyekkel összeolvadás vagy beolvadás útján egyesülhet. Összeolvadásnál az összeolvadó jogi személyek megszűnnek, és új jogi személy jön létre általános jogutódlás mellett. Beolvadásnál a beolvadó jogi személy szűnik meg, általános jogutódja az egyesülésben részt vevő másik jogi személy.”¹

Összeolvadás során közös akaratból történik az erőforrások egyesítése. Felvásárlásnál a felvásárló cég megszerzi az irányítást a másik felett. A felvásárlást más néven akvizíciónak is nevezik. A felvásárlást és az összeolvadást M&A néven szokták említeni, ami az angol Mergers and Aquisitions (M&A) szavaknak a rövidítése.²

A vállalat stratégiai szakirodalom a fúziót és felvásárlást külső növekedési módozatként értelmezi. Ebben az esetben a vállalat a növekedéséhez nem belső forrásokat használ fel, hanem egy másik vállalathoz csatlakozik a felvásárlás vagy a fúzió révén. Erre akkor kerülhet sor, ha a vállalat nem rendelkezik elég belső forrással és hajlandó lemondani az irányításról.

¹ 2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvből 3:44. § (1) bekezdés [Egyesülés]

² <http://abszoluthozam.hu/tudastar/lexikon/merger.php> Letöltés ideje: 2014.09.30. 10:45

Copeland és Weston (1992, 677.) „a fúziót, mint az egyik legfontosabb szerepet játszó tényezőt említi a vállalatok növekedésében.”³

Katits Etelka úgy vélekedik, hogy a fúzió és a felvásárlás a **vállalati válságkezelés egyik típusa**. Felvásárlás során a felvásárolt vállalat jogutódja a felvásárló vállalat, míg **összeolvadás** során a fúzió következtében egy **új vállalat** jön létre. A fúciónak számtalan előnye lehet a vállalatra nézve. Ha a két fuzionáló vállalat gazdasági tevékenységét sikerül összehangolni, akár az összegzett értéken felül is növelni lehet azt (szinergia hatás).

A vállalati fúzióknál a **vállalati érték növelése** és a **tartós versenyelőny megszerzése** az alapvető cél.⁴

A fúziók esetében a **hatékonyság növelése mellett az irányítás javítása és az optimális termelési volumen elérése** is a célok között van.⁵

Manapság az M&A tevékenységeket a cégek a **fennmaradásuk lehetséges módjának** tekintik a globális piacon.⁶

Összességében az M&A a vállalkozások életében **több cél valóra váltását is segítheti**, így mint **menedzselési eszköz** szerepét is betölthet. Lehet a külső növekedés egyik útja, de lehet a vállalati válságkezelés egyik eszköze is, vagy éppen a cégek fennmaradásának egyik lehetséges módjai. Mindegy az, hogy melyik szemszögből értelmezzük ezt a fogalmat, az biztos, hogy a fúziók és a felvásárlások fontos szerepet játszanak a vállalatok életében.

1.2 A FÚZIÓK TÍPUSAI

A fúziók különbözőségeit 3 ismerv alapján tekintjük. A vállalati egyesüléseket meg lehet különböztetni az átvétel módja szerint, a piac dimenziói szerint és a finanszírozás módja szerint. Mindegyik típuson belül különböző altípusokat lehet elkülöníteni.

1. Az átvétel módja szerint

Az átvétel módja szerint kétféle fúziót különböztetünk meg:

- **Barátságos (friendly takeover)**

Barátságos átvétel esetén a felvásárolt vállalat közgyűlése és vezetése egyetért a fúzióval. Ebben az esetben a fúzió mindegyik vállalatot előnyösen érinti. Barátságos átvétel során

³ Kucséber László Zoltán (2013): A kartellezés és a fuzionálás jellemzőinek vizsgálata a magyar vállalatok körében, 2. oldal.

⁴ Katits Etelka (2010): A vállalati válság pénzügyi menedzselése. Saldo kiadó, Budapest, 155-156; 200. oldal.

⁵ Dennis W. Carlton, Jeffrey M. Perloff (2003): Modern Piacelmélet. Panem kiadó. Budapest, 47. oldal.

⁶ http://www.mfor.hu/cikkek/Vallalati_osszeolvadasok_es_felvasarlasok.html?page=1 Letöltés ideje: 2014.09.30. 10:47 Cikk megírásának ideje: 2001. augusztus 15. szerda 13:00:00

könnyebben össze lehet kapcsolni a vállalati egységeket és a kultúrát, valamint hatékonyabb működést lehet elérni.

- **Ellenséges (hostile takeover).**

Ellenséges átvétel a felvásárolt vállalat beleegyezése nélkül jön létre. Ennél a típusnál a vevő a részvényesek meggyőzésével vagy a részvények felvásárlásával bonyolítja le az átvételt.

2. A piac dimenziói szerint

Az átvétel megvalósulhat a piac dimenziói szerint is. Ez alapján megkülönböztetünk vertikális, horizontális, marketingre koncentrált, technológiára koncentrált és konglomerátumszerű fúziót.⁷

- **Horizontális**

Horizontális fúzióról akkor beszélünk, amikor az egyesülés két versenytárs között jön létre.

- **Vertikális**

Vertikális fúzió esetén olyan cégek között jön létre az egyesülés, ahol a termelési láncban különböző szinten vannak a vállalatok. Vertikális fúzió például a beszállítóval történő egyesülés.

- **Konglomerátum**

Konglomerátumszerű fúzióról akkor beszélünk, amikor az egyesülés úgy jön létre, hogy a felvásárlásra kiszemelt társaság teljesen eltérő termékeket állít elő és más piacon értékesít.⁸

3. A finanszírozás módja szerint

Finanszírozás lehet készpénzzel, részvényekkel és idegen tőkével.⁹

A **készpénz ellenében** akkor történik az egyesülés, amikor a felvásárló megfelelő mennyiségű pénztartalékkal rendelkezik.

A **részvényekkel** történő finanszírozás esetén a részvények kicserélését akarják a tulajdonosok.

A céltársaság megszerzéséhez szükséges pénzeszköz lehet idegen tőke (LBO = Leveraged Buy Out). Ebben az esetben a **felvásárló** a céltársaság megszerzéséhez, hitelképességének megfelelő, **hitelt kap**. Egyes esetekben a **felvásárolni kívánt társaság vagyona is a hitel biztosítékaul szolgál**, ilyenkor az LBO a kiszemelt vállalat adósságarányát növeli. Ennek megfelelően lehetséges az, hogy a saját tőke egységére vetítve nagyobb egység idegen tőke finanszíroz. Az LBO-val felvásárolt vállalatokat cash cows-nak is szokták nevezni, mivel

⁷ Katits Etelka (2010): A vállalati válság pénzügyi menedzselése. Saldo kiadó. Budapest, 158-160 oldal.

⁸ Patrick A, Gaughan (2007): Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructutings. John Wiley & Sons. Inc. kiadó. New Yersey.

⁹ Katits Etelka (2010): A vállalati válság pénzügyi menedzselése. Saldo kiadó. Budapest, 161. oldal.

ezek a vállalatok jelentős szabad pénzárammal és magas piaci részesedéssel rendelkeznek. Az idegen tőkével történő finanszírozás Management Buyout (MBO) formájában is létrejöhet. Ebben az esetben a felvásárló vállalat részvényesei vagy a topmenedzserei döntenek az idegen finanszírozás mellett. Az idegen tőkét kötvények kibocsátásával szerzik be, amit "junk bonds"-nak neveznek a rossz minőségük miatt.¹⁰ LBO történhet a **céltársaságnak nyújtott hitellel is**. Ebben az esetben a céltársaság veszi fel a hitelt, amit továbbít a vevőnek a felvásárlás céljára.¹¹ Az idegen tőkével történő finanszírozásnak több előnye is van. Az eladó részvényesek magas prémiumot kapnak az átvétel előtt. „A nyolcvanas években az elidegenítő részvényesek prémiuma átlagosan 80 %-kal a részvény tőzsdei árfolyama felett volt.” A menedzsmentnek pedig lehetőségük van, hogy tulajdonrészt szerezzenek a vállalatban.

Az előnyök mellett problémák is felléphetnek az idegen tőkével történő finanszírozásnál. Az egyik ilyen probléma az adósságarány túlzott megnövekedése, ami ellehetetleníti azokat a beruházásokat, amelyek a piaci részesedésnek a védelmét szolgálják. A magas adósságarány megnöveli a csőd veszélyét is.¹²

1.3 A FÚZIÓK LÉTREJÖTTÉNEK OKAI

A fúziók létrejöttének számos gazdasági oka lehet: a méretgazdaságosság elérése, a vertikális integrációból származó előnyök megszerzése, a komplementer erőforrások megszerzése, a felesleges pénzeszközök hasznosítása és a vállalat hatékonyságának a növelése. A következőkben ezeket a kiváltó okokat fogom ismertetni.

- **A méretgazdaságosság**

Általában a horizontális fúzióknál kerül előtérbe a méretgazdaságosság elérése. A cél az, hogy az egyesülő vállalatok a termelési mennyiség növekedésével az átlagos termelési egységköltséget tudják csökkenteni, és ezáltal nagyobb profitra tegyenek szert.

- **A vertikális integráció**

A vertikális fúzióknál jelennek meg a vertikális integrációból származó előnyök. A felvásárló vállalat célja a termelési folyamat egy része vagy az egésze feletti ellenőrzés elérése annak érdekében, hogy megkönnyítse a koordinációt és ezáltal növelje a megtakarításainak értékét. Napjainkban a globalizáció elterjedésének köszönhetően egyre kevésbé fordul elő a vertikális integráció, a cégek inkább a termelési folyamatok kiszervezésére törekednek.

¹⁰ Katits Etelka (2007): A vállalati gazdálkodás alapjai. Saldo kiadó. Budapest, 350-351 oldal.

¹¹ Katits Etelka (2010): A vállalati válság pénzügyi menedzselése. Saldo kiadó. Budapest. 164. oldal.

¹² Katits Etelka (2007): A vállalati gazdálkodás alapjai. Saldo kiadó. Budapest, 351 oldal.

- **A komplementer erőforrások megszerzése**

Olyan esetben történik, amikor a két vállalat egymást kiegészítő erőforrásokkal rendelkezik. Ilyenkor az egyesülés mindkét vállalat számára előnyös és a fúzió révén rengeteg pénzt lehet megspórolni. A komplementer erőforrások megszerzése miatt történő fúzió megvalósulhat például egy fagylaltozó és esernyőt áruló cég között. Mindkét vállalat eladása az időjárás függvényében alakul. Ha jó idő van, akkor sok fagylalt fogy, de kevés esernyő. Rossz időben pedig az esernyők eladása növekszik, amíg a fagylaltozó kevés haszonra tesz szert. Ha a két vállalat egyesül, akkor kiegészítik egymást és az időjárástól függetlenül mindig lesz bevételük, így mindkét vállalat jól jár.

- **A felesleges pénzeszközök hasznosítása**

Általában telített iparágban, de jól működő vállalatoknál fordul elő. Mivel telített az iparág, ezért a vállalat nem tudja a nyereségét további beruházásokra fordítani. Ilyen cégeknél kézenfekvő megoldást jelent más vállalatok részvényeinek a felvásárlása a felhalmozódott pénzeszközeiből.

- **A hatékonyság növelése**

A cél egy olyan vállalat felvásárlása, amely a kevésbé hatékony vezetése miatt nem használ ki minden lehetőséget a költségek minimalizálására és a bevételek növelésére. Ha a felvásárló vállalat megfelelő vezetéssel rendelkezik, akkor a fúziót követően lehetősége van a rejtett erőforrások kihasználására és ezáltal a vállalat hatékonyságának a növelésére.

Fúziók létrejöhetnek akkor is, ha a piacot rosszul értékelik. Ilyen esetekben a felvásárló úgy ítélheti meg a piaci helyzetet, hogy a célvállalatot a befektetők alulértékelik, vagy az új céget esetleg felülértékelik. A piaci helyzet rossz megítélése csökkenő és emelkedő piacnál is megfigyelhető.¹³

1.4 A FÚZIÓK TÖRTÉNETE

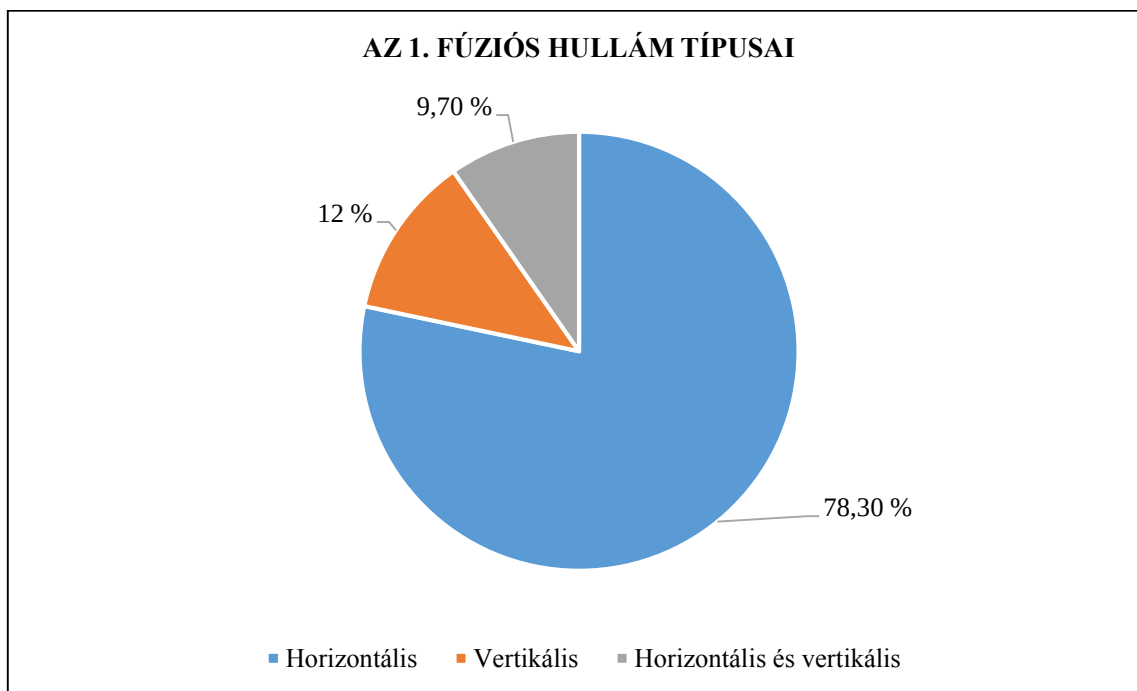
Az összeolvadások és a felvásárlások világában sok érdekes dolog történt, miután világszerte ismert jelenséggé vált volna. A következőkben ennek az időszaknak a főbb állomásait és jellemzőit fogom ismertetni.

Összesen 5 nagyobb fúziós hullám történt az Egyesült Államok területén. Ezeket a fúziós hullámokat az jellemzi, hogy a magas fúziós aktivitást alacsony követi. Minden egyes fúziós hullám változásokat idézett elő az amerikai üzleti világban. A fúziós hullámoknak köszönhetően jöttek létre a hatalmas multinacionális vállalatok.

¹³ Brealey-Myers (2011): Modern vállalati pénzügyek. Panem kiadó. Budapest, 988-991; 1013. oldal.

1.4.1 Az 1. hullám

Az 1. fúziós hullám 1897 és 1904 között zajlott le. Az egyesülések döntően **horizontális** módon zajlottak le, amit az 1. ábra is szemléltet.



1. ábra

Forrás: Patrick A, Gaughan (2007): Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructutings 32.oldal.

A sok horizontális egyesülés eredményeként **monopóliumhoz közeli piaci struktúrák** alakultak ki. Az 1. hullám végére jelentős koncentrációk alakultak ki az egyes iparágakban, ahol radikálisan csökkent a vállalatok száma és csak néhány cég maradt. Ehhez hozzájárult az is, hogy a trösztellenes törvényeket még nem nagyon alkalmazták a gyakorlatban.¹⁴

1.4.2 A 2. hullám

A 2. fúziós hullám 1916-tól 1929-ig tartott. Ebben az időszakban az amerikai gazdaság nagymértékben fejlődött, részben az első világháborút követő gazdasági fellendülés miatt. A trösztellenes környezet már szigorúbb volt az 1. hullámhoz képest. A 2. hullám alatt a **vertikális** fúziók voltak a jellemzőek, bár egymástól független vállalatok között is jöttek létre egyesülések, ami elvezetett a konglomerátumszerű fúziókhoz. A **befektetési bankárok** kulcsszerepet játszottak az időszak alatt. Elutasították a fúziót akkor, ha úgy gondolták, hogy

¹⁴ Patrick A, Gaughan (2007): Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructutings. John Wiley & Sons. Inc. kiadó. New Yersey, 30-33 oldal.

sérti a bank érdekeit. A bankok könnyen befolyásoltak, hiszen ők rendelkeztek a tőke nagy részével, amivel létrejöhettek a fúziók és a felvásárlások. Tehát az 1. és a 2. fúziós hullámban a befektetési bankok támogatták a fúziós tevékenységeket.¹⁵

1.4.3 A 3. hullám

A 3. fúziós hullám 1965 és 1969 között zajlott le. Ebben az időszakban nagyon sok fúzió történt. A 3. hullámot **konglomerátumszerű** fúziók jellemezték. Gyakori volt az, hogy a célvállalat sokkal kisebb volt a felvásárló vállalathoz képest. Az 1. táblázat a 3. fúziós hullám mértékét hivatott szemléltetni.

A FÚZIÓK SZÁMA 1963 ÉS 1970 KÖZÖTT

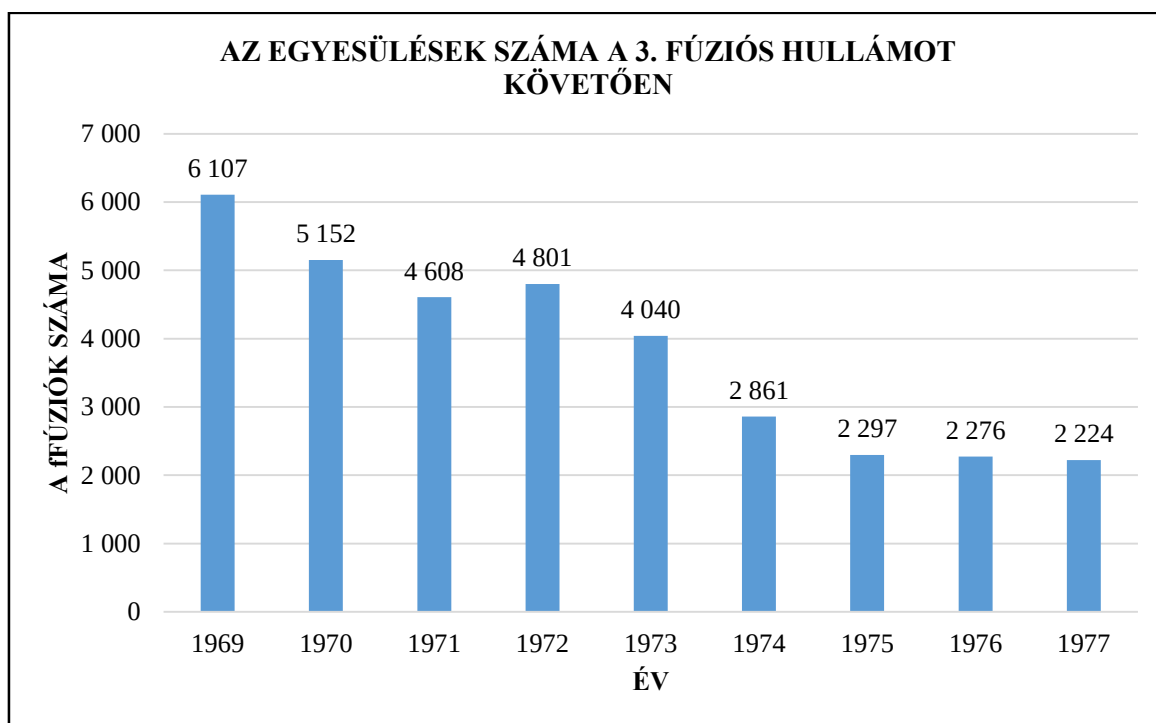
Év	Fúziók száma (darab)
1963	1 361
1964	1 950
1965	2 125
1966	2 377
1967	2 975
1968	4 462
1969	6 107
1970	5 152

1. táblázat

Forrás: Patrick A. Gaughan (2007): Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructutings, 40. oldal

A 3. fúziós hullám alatt (1965 és 1969 között) összesen 18 046 darab fúzió történt, ami nagyon magas szám az adott időszakra nézve. A konglomerátumszerű fúziók elterjedésében segített a **menedzsmenttudományok megerősödése** is. A nagyszámú fúziók ellenére, a konglomerátumszerű egyesülésnek köszönhetően, az iparban nem alakultak ki jelentősebb változások. A 3. fúziós hullámot követően jelentős zuhanás történt a fúziók számában. Ezt a visszaesést a 2. ábra szemlélteti.

¹⁵ Patrick A. Gaughan (2007): Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructutings. John Wiley & Sons. Inc. kiadó. New Yersey, 36-37; 39. oldal.



2. ábra. Saját szerkesztés

Forrás: Patrick A, Gaughan (2007): *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructutings*,
8.oldal

A 2. ábra alátámasztja azt a megállapítást is, hogy a fúziós hullámokat ciklikusság jellemzi és a fúziós hullám között visszaesések vannak.¹⁶

1.4.4 A 4. hullám

A 4. fúziós hullám 1984-ben kezdődött és 1989-ben ért véget. A 2. táblázat szemlélteti a fúziós tevékenység nagyságát az időszakra vonatkozóan.

A NEGYEDIK FÚZIÓS HULLÁM ADATAI

Év	Fúziók száma (darab)	Fúziók értéke (millió USD)
1984	2 543	122 223,7
1985	3 001	179 767,5
1986	3 336	173 136,9
1987	2 032	173 136,9
1988	2 258	246 875,1
1989	2 366	221 085,1

2. táblázat: Saját szerkesztés

Forrás: Patrick A, Gaughan (2007): *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructutings*,
54. oldal

¹⁶ Patrick A, Gaughan (2007): *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructutings*. John Wiley & Sons. Inc. kiadó. New Jersey, 40.; 42.; 48. oldal.

A 2. táblázatban jól látni azt, hogy a fúziók darabszámában nem következett be jelentős emelkedés az 1976. és 1977. évi adatokhoz képest, viszont a **fúziók értékében hatalmas változás** következett be. Míg 1983-ban a fúziós hullám kezdete előtt 73 080,5 millió dollár értékben történtek egyesülések, addig az időszak csúcspontjában (1988-ban) a fúziók együttes értéke több mint háromszorosa volt az 1983. évi adatnak.

A fúziós hullám jellemzője az, hogy **ellenséges felvásárlások** nagymértékben történtek. Az időszak alatt a fúziók és a felvásárlások egyes iparágakat jobban érintettek, mint például az olajipart. A fúziós hullám egyik érdekessége az, hogy a befektetési bankárok jelentősége növekedett. A fúziók számának növekedésével párhuzamosan egyre gyakoribbak lettek a tanácsadások, amelyekért a befektetési bankárok nagyon magas díjakat felszámolhattak. Számos technikát kifejlesztettek annak érdekében, hogy megkönnyítsék, vagy adott esetben megnehezítsék a fúziók létrejöttét.

Ebben az időszakban nagy szerepet kaptak a védekező és a támadó stratégiák, mivel nagyon gyakoriak voltak az ellenséges felvásárlások. Ráadásul a fúziókat nagymértékben finanszírozták kölcsönből, így megnövekedett az adósság a vállalatok finanszírozási szerkezetében. A kölcsönökből történő finanszírozás lehetővé tette azt, hogy kisebb vállalatok is élhessenek a fúzió lehetőségével. Szintén ebben az időszakban megjelentek a nemzetközi felvásárlások is, bár még nem annyira számottevő mértékben.¹⁷

1.4.5 Az 5. hullám

Az 5. fúziós hullám 1992-ben kezdődött és 2000-ben ért véget. Az időszak alatt több nagy fúzió is lezajlott és ezek, a 4. hullámmal ellentétben, nem ellenséges felvásárlások voltak, hanem **stratégiai okokból** jöttek létre. A legnagyobb részben a banki és pénzügyi, valamint a kommunikációs szektort érintette.

A nemzetközi egyesülések és felvásárlások nagymértékben meghatározták ezt az időszakot. A fúziós jelenség világméretűvé vált. A fúziós hullám kiterjedt Európára, Ázsiára, Közép- és Dél-Amerikára is. A nemzetközi fúziók létrejöttében a globalizáció erősödése is közre játszott.

Ebben az időszakban történtek a privatizációk egyes államilag birtokolt vállalatoknál, ami szintén növelte a felvásárlások mértékét.¹⁸

¹⁷ Patrick A. Gaughan (2007): Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructutings. John Wiley & Sons. Inc. kiadó. New Yersey, 54; 57-58 oldal.

¹⁸ Patrick A. Gaughan (2007): Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructutings. John Wiley & Sons. Inc. kiadó. New Yersey, 60-61; 63.; 65. oldal.

1.4.6 A fúziós hullámok összegzése

A fúziók és a felvásárlások világában 5 jelentős hullám volt. Mindegyik hullámnak más-más jellemzői voltak. Az egymást követő fúziós hullámokon jól látszik a felvásárlásoknak és az összeolvadásoknak a fejlődése és elterjedése, valamint a fúziók típusának a változása. Az 1. hullámot a horizontális fúziók jellemezték, ezzel szemben a másodikra már inkább a vertikális fúziók voltak a jellemzőek. A 3. hullámnál már a fúziók többsége konglomerátumszerű volt. Az 1-3. fúziós hullámban az a közös, hogy mindegyik az adott ország területén zajlott, vagyis határon átvéelő tranzakciók nem voltak jellemzőek. A 4. hullámnál már megjelentek a határon átvéelő felvásárlások is, bár nem olyan nagymértékben, hogy az időszak legfőbb jellemzője legyen. A 4. hullámot inkább ellenséges felvásárlások elterjedése és a támadó-védekező stratégiák fejlődése jellemezte. Az 5. fúziós hullámot a nemzetközi egyesülések és felvásárlások nagymértékben meghatározták és több hatalmas fúzió is lezajlott stratégiai célból. A 3. táblázat mind az öt említett fúziós hullámnak a rövid összegzését szemlélteti.

ÖSSZESÍTŐ TÁBLÁZAT A FÚZIÓS HULLÁMOKRÓL

Időtartam	A fúziós aktivitás típusa	Az időszak végének az oka
1897-1904	Horizontális	1904. évi tőzsdei összeomlás
1916-1929	Többnyire vertikális	Az 1929. évi tőzsdei összeomlás és a Clayton féle trösztellenes törvény
1965-1969	Konglomerátumszerű	Növekvő vásárlási árak, túlzott tőkeáttétel
1981-1989	Ellenséges felvásárlások növekedése	1990. évi recesszió
1992-2000	Nagyméretű stratégiai fúziók	Visszafogott gazdaság és tőzsde

3. táblázat: Saját szerkesztés

Forrás: Donald DePamphilis (2011): Mergers and Acquisitions basics, 32-33. oldal

2003 és 2007 között még volt egy jelentősebb fúziós hullám. Ezt a **határokon átnyúló tranzakciók** és a **magántőke befektetők** megnövekedett befolyása jellemezte. Kiváltó okai a jól működő gazdaságok, az emelkedő tőzsde és a globalizáció voltak. Ez a fúziós hullám a gazdasági válság hatására ért véget.¹⁹

1.5 A TÉMA JELENTŐSÉGE

A felvásárlások és a fúziók nagyon fontos részei a gazdaságnak. A vállalatok gyakran döntenek a felvásárlások mellett stratégiai lépésként azért, hogy hatékonyabb és gazdaságosabb működést tudjanak elérni.

¹⁹ Donald DePamphilis (2011): Mergers and Acquisitions basics, Elsevier Inc., 32-33 oldal.

A fúziók és a felvásárlások jelentőségét leginkább számszerű adatokkal lehet alátámasztani. Először érdekességképpen szemléltetem a 4. táblázatban az Európában végbemenő nagy értékű felvásárlásokat. A 4. táblázatban szerepel a felvásárlás éve mellett a felvásárló és a felvásárolt vállalat neve, valamint a felvásárlás összege.

A TÍZ LEGMAGASABB ÉRTÉKŰ EURÓPAI FELVÁSÁRLÁS 1999 ÉS 2008 KÖZÖTT

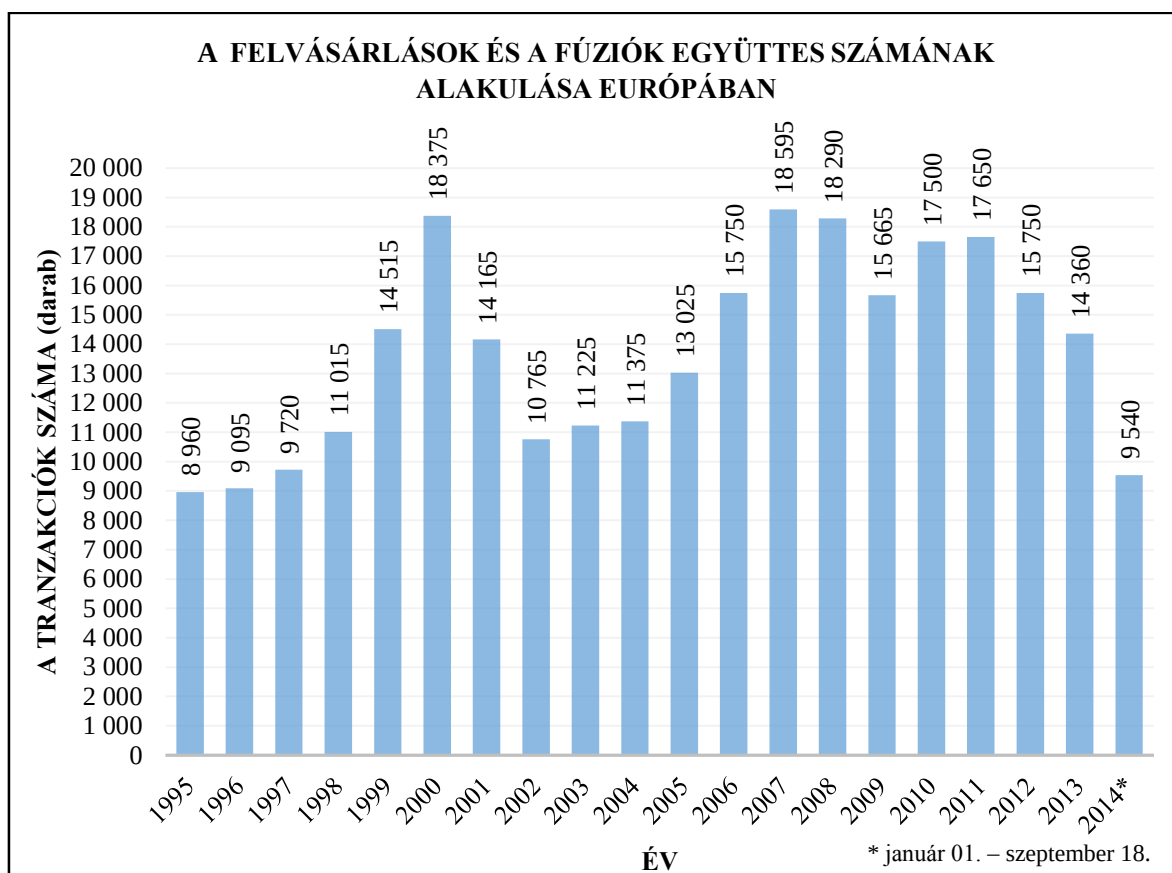
Rangsor	Év	Felvásárló vállalat	Felvásárolt vállalat	Érték(milliárd euró)
1.	1999	Vodafone AirTouch PLC	Mannesmann AG	204,8
2.	2007	Shareholders	Philip Morris Intl Inc.	68,1
3.	2007	RFS Holdings BV	ABN-AMRO Holding NV	71,3
4.	2000	Glaxo Wellcome PLC	SmithKline Beecham PLC	74,9
5.	2004	Royal Dutch Petroleum	Shell Transport & Trading	58,5
6.	2006	Gaz de France SA	Suez SA	44,6
7.	1999	Vodafone Group PLC	AirTouch Communications Inc.	51,7
8.	2004	Sanofi-Synthelabo SA	Aventis SA	50,0
9.	2008	InBev NV	Anheuser-Busch Cos Inc.	39,7
10.	1999	Total Fina SA	Elf Aquitaine	48,3

4. táblázat: Saját szerkesztés

Forrás: <http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html>

Letöltés ideje: 2014.10.07. 9:27

A 4. táblázatban előfordul több ismert vállalat neve is, mint például a Vodafone és a Shell. A 4. táblázatban jól látszik az, hogy a legnagyobb értékű felvásárlások 1999-ben és 2007-ben fordultak elő. Ez a két év együttesen ötször jelenik meg a táblázatban. Ez a táblázat azonban nem reprezentálja azt, hogy milyen jelentős mértékű a felvásárlás Európában. Ennek a szemléltetésére a 3. ábra szolgál, amelyből láthatjuk az Európában létrejött egyesülések és felvásárlások számának alakulását az 1995. évtől 2014. szeptember 18-ig.



3. ábra. Saját szerkesztés

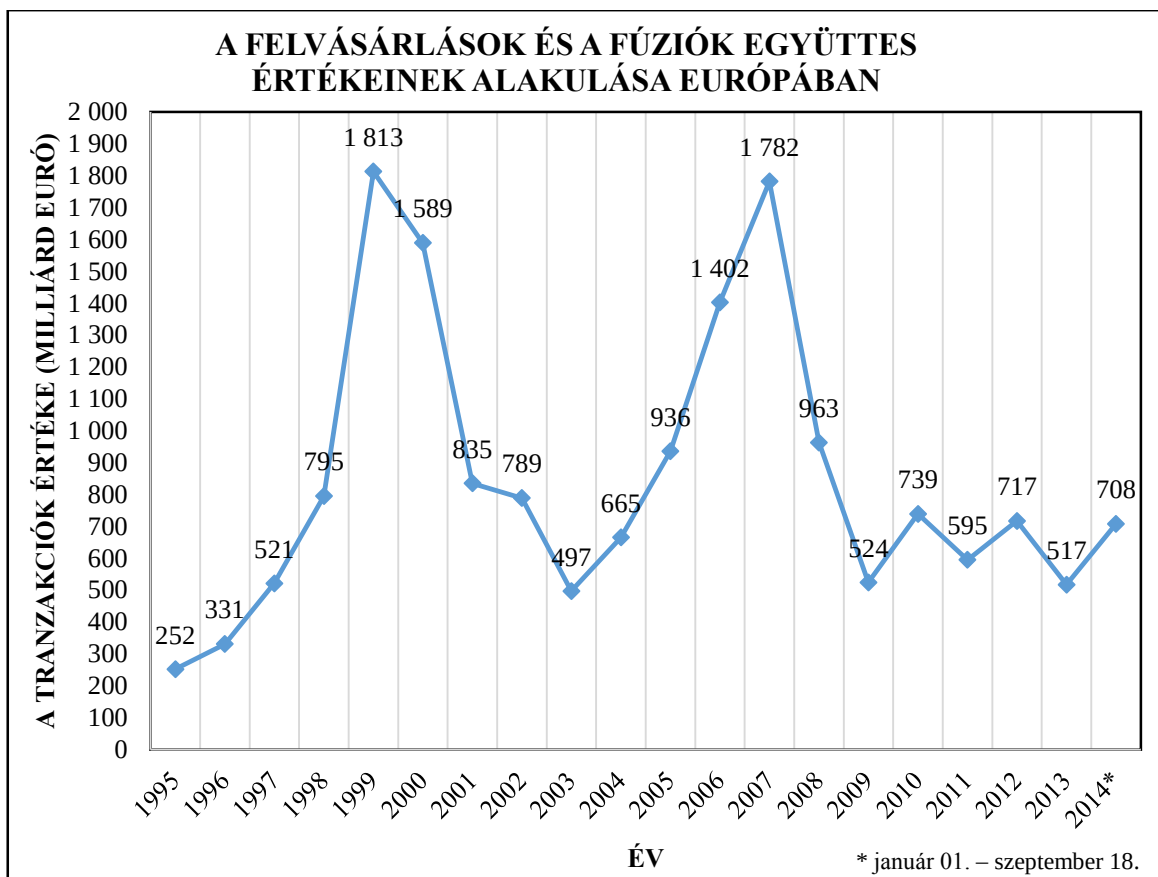
Forrás: [www.imaa-](http://www.imaa-institute.org/images/figure_announced%20mergers%20&%20acquisitions%20(europe).jpg)

[institute.org/images/figure_announced%20mergers%20&%20acquisitions%20\(europe\).jpg](http://institute.org/images/figure_announced%20mergers%20&%20acquisitions%20(europe).jpg)

Letöltés ideje: 2014.10.07. 9:23

A 3. ábra kiválóan szemlélteti a felvásárlások hatalmas méretét. Az ábrán látszik az, hogy a **felvásárlások mértéke nem egyenletes és semmilyen szabályos tendenciát nem követ.** Az 1995-től 2014. szeptember 18-ig tartó időszakban több hullámvölgyet is megfigyelhetünk. Az első jelentős kitörés 2000-ben történt, amikor 18 375 darab fúzió jött létre. A drasztikus növekedés azt is szemlélteti, hogy ez az érték közel kétszerese a három évvel előtte lévő 1997. évi értéknek. A hatalmas növekedést követően egy drasztikus csökkenést látunk átmenetileg, amikor a felvásárlások mértéke visszaesik az 1998. évi szint közelébe. 2005-től újabb növekedési hullám indul meg és egy újabb kimagasló értékben végződik 2007-ben és 2008-ban, amikor a felvásárlások és a fúziók együttes mértéke meghaladja a 18 000 darabot. 2009-ben egy kisebb visszaesést látunk, ami a gazdasági válság közvetett hatása a cégekre nézve. Az elmúlt évek során lassú csökkenés mutatkozott az európai felvásárlások terén. A csökkenő értékek ellenére még mindig nagy számok uralkodnak, amelyek azt jelzik, hogy napjainkban is nagyon fontosak a felvásárlások és a fúziók a vállalatok életében.

Úgy vélem, hogy a felvásárlások és a fúziók darabszámával nem lehet tökéletesen reprezentálni a jelentőségüket, ugyanis előfordulhat az, hogy sok fúzió jön létre, de ezeknek az együttes értéke nem számottevő. A probléma kiküszöbölése érdekében a 4. ábra szemlélteti a lezajlott fúziók és felvásárlások éves értékeinek alakulását.



4. ábra. Saját szerkesztés

Forrás: [www.imaa-](http://www.imaa-institute.org/images/figure_announced%20mergers%20&%20acquisitions%20(europe).jpg)

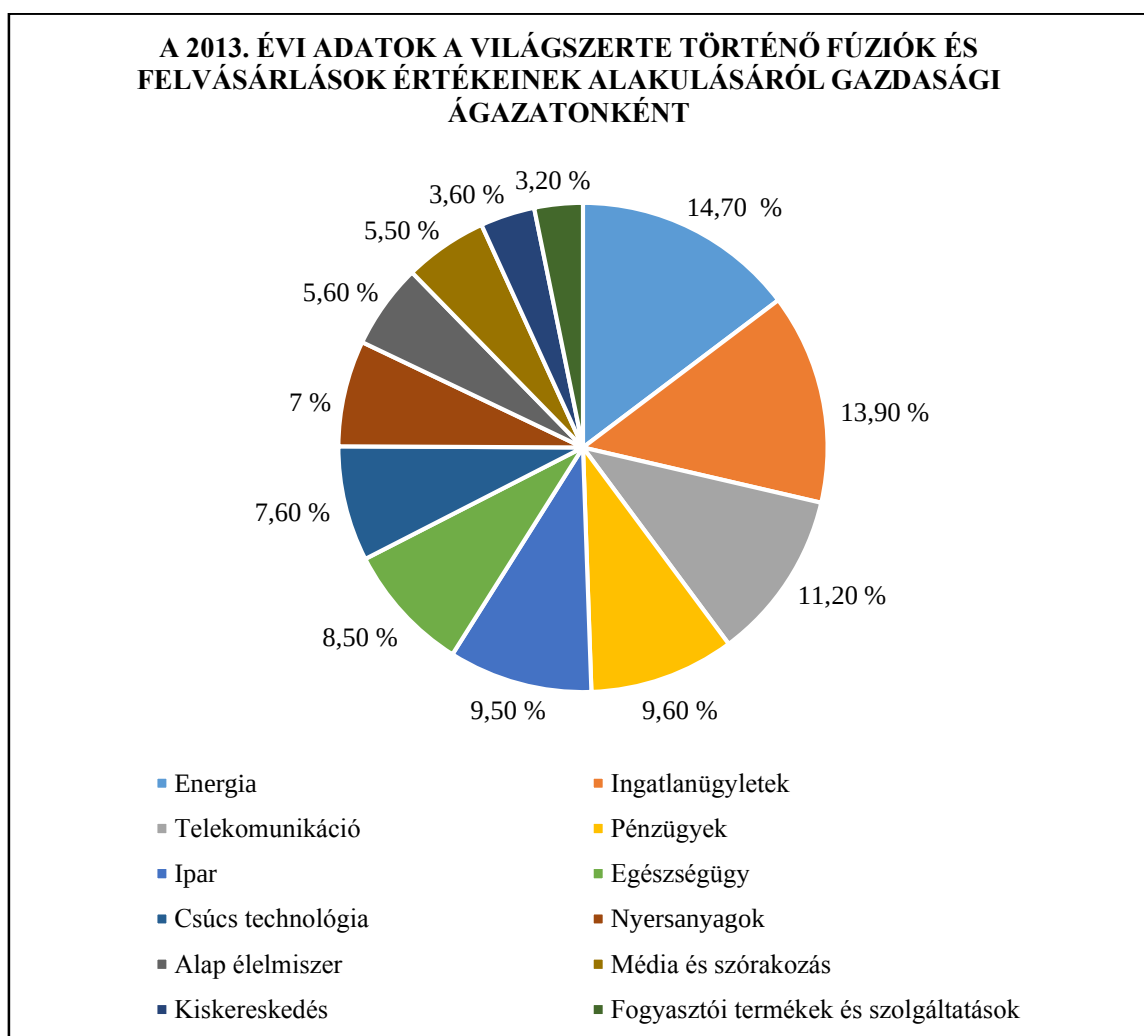
[institute.org/images/figure_announced%20mergers%20&%20acquisitions%20\(europe\).jpg](http://www.imaa-institute.org/images/figure_announced%20mergers%20&%20acquisitions%20(europe).jpg)

Letöltés ideje: 2014.10.07. 9:23

Az 4. ábra szerint kétszer voltak kiemelkedő értékek a vizsgált időszak alatt, 1999-ben és 2007-ben. 1995-től kezdődően drasztikus növekedést látunk, ami 1999-ben csúcsosodik ki 1.813 milliárd euró értékben. Ezt követően a felvásárlások és a fúziók együttes értékeinek alakulásában hatalmas zuhanás következik egészen 2003-ig, amikor eléri a mélypontot. Ez az érték alacsonyabb, mint az 1997. évi, így ezt elég rossznak vélhetjük. A 2003. évet követően újabb emelkedés kezdődik egészen a 2007. évi 1.782 milliárd eurós értékig, amit egy újabb hirtelen csökkenés követ. Ezt követően felvásárlások és egyesülések együttes értékében stagnálás mutatkozik, ami körülbelül 600 milliárd eurós szint körül mozog.

A 3. és az 4. ábrát összevetve látszik az, hogy szinte teljesen megegyezik a felvásárlások és a fúziók értéke 2007-ig, azonban 2008-tól jelentős eltérés mutatkozik a volumen és az érték között. Ebben az időszakban az egyesülések és a felvásárlások nagy számban fordultak elő, ugyanakkor viszonylag alacsony értékben. Ebből arra lehet következtetni, hogy **napjainkban sok fúzió és felvásárlás jön létre Európában, de inkább kisebb vállalatok a célpontok, ami megmagyarázza a nagy számok ellenére fellépő alacsony tranzakciós értékeket.**

Fontos információ az is, hogy a fúziók az egyes gazdasági ágazatokban milyen arányban szerepelnek. Az 5. ábra ezt szemlélteti.



5. ábra. Saját szerkesztés

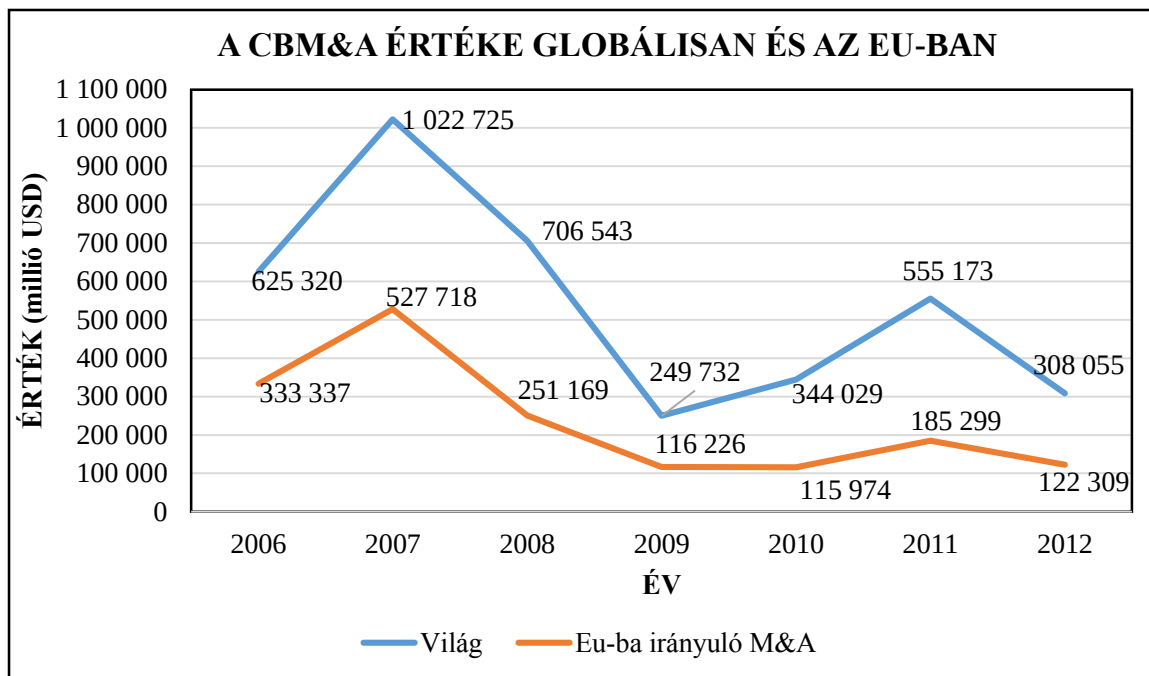
Forrás: http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2013_Global_MandA_Financial_Advisory_Review.pdf

Letöltés ideje: 2014.10.17. 15:49

A 2013. év során a legtöbb fúzió és felvásárlás az energia szektorban ment végbe, amit az ingatlanügyletek és a telekommunikáció követett.

1.6 A HATÁRON ÁTÍVELŐ FELVÁSÁRLÁSOK ÉS FÚZIÓK

A határon átnyúló fúziókat (CBM&A = **C**ross-**B**order **M**ergers and **A**cquisitions) külföldön honos vállalatok követik el. Ezeknek a fúzióknak a fontosságát a 6. ábra is kiemeli.



6. ábra. Saját szerkesztés

Forrás: Kucséber László Zoltán (2014): A határon átnyúló fúziók piaci és pénzügyi jellemzői Magyarországon, a külföldi közvetlen befektetések tükrében, 3. oldal

A 6. ábrán jól szemlélteti azt, hogy a 2007. évi visszaesés ellenére még mindig jelentős számokkal bírnak a CBM&A-k. Ezeknek a tranzakcióknak a pozitív hatása az, hogy a gazdasági növekedést elősegítik. Ellenben a határon átívelő fúzióknak negatív következményei is lehetnek. Ilyen negatív hatás például akkor fordulhat elő, ha a külföldi befektető abból a célból vásárolja fel a vállalatot, hogy megszüntesse a tevékenységét, vagy az esetleges létszámleépítést hajt végre.²⁰

2014. évet tekintve, a határon átívelő felvásárlások és fúziók száma világszerte növekvő tendenciát mutat. A globalizáció fontossága miatt a cégek az új piacokra történő bejutás stratégiáját követik.²¹

Felmérések alapján, Magyarországon, 2014 első félévében az M&A piacot az IT és a telekommunikáció, valamint a médiaszektor uralta. A tranzakciók nagy részét belföldi

²⁰ Kucséber László Zoltán (2014): A határon átnyúló fúziók piaci és pénzügyi jellemzői Magyarországon, a külföldi közvetlen befektetések tükrében, 1; 3-4 oldal.

²¹ <http://www.vg.hu/vallalatok/jo-uzlet-a-vallalati-osszeolvadas-429976> Letöltés ideje: 2014.09.30 10:51 Cikk megírásának ideje: 2014. október 19.

társaságok végezték. Az első féléves adatok alapján, 2013-hoz képest, növekedés várható a magyar felvásárlások és fúziók terén.²²

1.7 A MAGYARORSZÁGI FELVÁSÁRLÁSOK

Mivel majd a TDK dolgozatom 2. részében a magyarországi felvásárlásokra vonatkozóan végzek pénzügyi elemzéseket, ezért fontosnak tartom a magyar viszonyok ismertetését is.

Magyarországon a felvásárlások követik a nemzetközi gyakorlatot, bár sok különbség adódik az egyes felvásárlások között. A különbségek a megszerzendő vállalati tulajdoni hányad mértékéből, a felvásárláshoz rendelkezésre álló finanszírozási források mennyiségéből és a felvásárlás céljából, valamint a felvásárlás utáni szervezeti-irányítási viszonyokból adódnak.

Eltérés tapasztalható a befektetőknél is. Magyarországon többnyire kétféle befektető van jelen a felvásárlások és a fúziók során. A felvásárlók között sok a **stratégiai befektető**. Ők a felvásárlást a **versenyhelyzet alakítására** használják. Céljuk a felvásárolt vállalat teljesítményének javítása és bővítése, amit a többségi tulajdonhányad és az irányítás megszerzésével érnek el. A stratégiai befektetők mellett megjelentek a hazai piacon az **intézményi befektetők** is. Intézményi befektetők esetén a célvállalat részvényeinek csak néhány százalékát vásárolják fel. Ezeknél a befektetőknél **nem az irányítás megszerzése a cél**, hanem pénzügyi befektetésként tekintenek a felvásárlásra.²³ Az intézményi befektetők esetében a célvállalatok kiválasztása a piaci teljesítmény, a méret, a szakmai elismertség és a növekedési lehetőségek mérlegelése alapján történik.

Magyarországon, az ügyletek típusait tekintve, a legelterjedtebb az átvétel ('takeover'). Ebben az esetben a felvásárló megszerzi az irányításhoz szükséges tulajdonosi részt a célvállalatban. A cég átvételével a tartozásokat, a felhalmozott ismereteket és a piaci kapcsolatokat is megszerzi. Az átvételt gyakoriságban a vállalati üzletrészek értékesítése ('diverstiture') követi. Ennél a típusnál a tevékenységi szerkezetének a módosítását akarja végrehajtani az eladó az eszközeinek vagy egyes részlegeinek az eladásával. A hazai ügylettípusoknál még megtalálható az összeolvadás ('merger') is. Ebben az esetben az új vállalat tulajdonosai a két korábbi vállalat tulajdonosai lesznek.

Az M&A befektetőit a fúzió kontroll szabályozza, amit a következő fejezetben ismertetek.

²² <http://ado.hu/rovatok/technologia/it-felvasarlasbol-volt-a-legtobb> Letöltés ideje: 2014.09.30. 10:56 Cikk megírásának ideje: 2014.09.15. 16:04

²³ Vince Péter: Vállalatfelvásárlások egy kialakuló piacon. Közgazdasági Szemle, LVI. évf., 2009. január 71; 73-75. oldal.

1.8 A FÚZIÓKONTROLL

A fúziókontroll fontos eszköze a felvásárlások szabályozásának és a piaci verseny egyensúlyban tartásának. A fúziót kontrollálhatják a felvásárolni kívánt vállalatok, különböző védekezési taktikák alkalmazásával, valamint a törvényi szabályozások. Ebben a fejezetben körbejáróm ezeket a lehetőségeket.

1.8.1 A felvásárlás megakadályozása és a felvásárlás elleni taktikák

Ha a vállalat nem érdekelt a felvásárlásban, akkor a menedzsment többféle módszerrel csökkentheti a felvásárlás bekövetkezésének valószínűségét. Ezek az intézkedések a felvásárlások árát megnövelik. Ilyen intézkedés például a **többségi beleegyezés kikötése** ahhoz, hogy valaki át tudja venni a vállalat irányítását. Másik lehetséges intézkedés a **részvények kedvezményes visszavásárlása**. Ebben az esetben a vállalat a felvásárló személytől drágábban visszavásárolja a részvényeket. Az ellenséges felvásárlás elkerülése érdekében előfordul, hogy olyan segítőkész vállalatokat vagy személyt keres a menedzsment, aki drágábban, mint az eredeti vevő, felvásárolja a vállalatot, de a vezetést a helyén hagyja. Az ilyen felvásárlókat fehér lovagnak szokták nevezni.²⁴

Az üzleti életben kialakult számos védekezési taktika a nem kívánt felvásárlások ellen. Ezeket a taktikákat a szerint lehet csoportosítani, hogy vajon a felvásárló részéről megtörtént-e az ajánlattétel. Különböző lehetőségek vannak a felvásárlás kivédésére vagy megnehezítésére.

• Az ajánlat előtt

Az ajánlat tétel előtti taktika a már említett többségi beleegyezés kikötésén kívül a várakozási idő bevezetése. Ennél a lehetőségnél a felvásárló cégeknek a fúzió befejezéséhez bizonyos számú évet kell várniuk. Ez a várakozási idő meggondolásra készítheti a felvásárló céget a felvásárlást illetően. A felvásárló nem minden esetben hajlandó kivárni ez a hosszú időt, lehetséges, hogy inkább egy másik vállalatot keres felvásárolni.

• Az ajánlattétel után

Az ajánlattételt követően még mindig van lehetősége a felvásárlás elleni védekezésre a kiszemelt vállalatnak. Ennek a védekezésnek az egyik lehetősége a peres eljárás indítása. Az eljárás során a felvásárló ellen indított perben a monopóliumellenes törvények megsértésére hivatkozva. Ha a felvásárló valamilyen módon megsértette a törvényeket, akkor abban az esetben el kell állnia a felvásárlástól és a per költségeit is neki kell fizetnie, mivel ő a vesztes fél a per során.

²⁴ Dennis W. Carlton, Jeffrey M. Perloff (2003): Modern Piacelmélet. Panem kiadó. Budapest, 54-55 oldal.

Másik lehetséges felvásárlás elleni taktika az ajánlattételt követően az eszközök átszervezése. Ebben az esetben a felvásárló számára fontos vállalatrészeket vagy eszközöket eladják, esetleg monopóliumellenes jogi problémát felvető eszközöket vásárlása. Ha megszabadulnak a felvásárló számára fontos dolgoktól, akkor a felvásárló számára érdektelenné válhat a felvásárlás és elállhat tőle. Monopóliumellenes jogi problémát felvető eszközöket vásárlása esetén jogi útra terelhető a felvásárlás és peres eljárás indítható a felvásárló ellen.²⁵

1.8.2 A törvényi szabályozás

A fúziókat a trösztellenes törvények szabályozzák. A trösztellenes törvények a versenytársak összeolvadását korlátozzák. Céljuk annak megakadályozása, hogy a fúzió következtében olyan piaci erőfölény növekedés legyen, ami további versenyelőnyhöz juttatná a vállalatot.²⁶

• A fúziókontroll az Egyesült Államokban

Ebben a részben áttekintjük azt, hogy az Egyesült Államokban milyen törvények szabályozzák a fúziókat.

Fontos jogszabály a Clayton-törvény, amely tiltja az olyan fúziókat, amelyek a verseny csökkenéséhez és a monopólium létrehozásához vezetnének. Tehát a törvény a piaci szereplők védelmét szolgálja. A másik jelentős törvény a Hart-Scott-Rodino-törvény. Ennek értelmében a felvásárló vállalat köteles az ajánlatát bejelenteni az Igazságügyi Minisztériumnak és a Federal Trade Commission-nak akkor, ha a felvásárlás értéke a 15 millió dollárt vagy a részvények 15 százalékát túllépi. Ez a bejelentés informálja a célvállalat befektetőit is.²⁷

Amerikában létezik egy hivatal, ami a Bureau of Competition nevet viseli (magyarul versenyhivatalnak felel meg). A hivatal célja az, hogy megakadályozza azokat az M&A tevékenységeket, amelyek csökkenthetik a versenyt vagy rontják a szolgáltatások minőségét, esetleg magasabb árakat okozhatnak. A hivatalban közgazdászok és jogászok vizsgálják a piacot annak érdekében, hogy megállapítsák, vajon az esetleges fúzió okoz-e kárt a piaci versenyben.

Amerikában létezik még egy bizottság is, ami a fúziókkal és a felvásárlásokkal, valamint a kapcsolatos ügyekkel foglalkozik. A bizottságot az 1980-as években alapították és több mint 3500 taggal rendelkezik. A bizottság a felvásárlások és az egyesülések jogi anyaga mellett elvégzi a tárgyalásokat és mindent dokumentál.²⁸

²⁵ Brealey-Myers (2011): Modern vállalati pénzügyek. Panem kiadó. Budapest, 1009. oldal.

²⁶ Dennis W. Carlton, Jeffrey M. Perloff (2003): Modern Piacelmélet. Panem kiadó. Budapest, 673-674 oldal.

²⁷ Brealey-Myers (2011): Modern vállalati pénzügyek. Panem kiadó. Budapest, 1001. oldal.

²⁸ <http://www.hg.org/mergers-and-acquisitions.html> Letöltés ideje: 2014.10.27. 14:01

• A fúziókontroll Magyarországon

A versenytörvényben található jogszabályok célja az, hogy a gazdaságilag lényeges felvásárlásokat és fúziókat ellenőrizték. A versenytörvény a következőket foglalja magában az összefonódásokkal kapcsolatban:

„(1) A vállalkozások összefonódásához a Gazdasági Versenyhivaltól engedélyt kell kérni, ha valamennyi érintett vállalkozás-csoport [26. § (5) bekezdés], valamint az érintett vállalkozás-csoportok tagjai és más vállalkozások által közösen irányított vállalkozások előző üzleti évben elért nettó árbevétele együttesen a tizenöt milliárd forintot meghaladja, és az érintett vállalkozás-csoportok között van legalább két olyan vállalkozás-csoport, melynek az előző évi nettó árbevétele a vállalkozás-csoport tagjai és más vállalkozások által közösen irányított vállalkozások nettó árbevételével együtt ötszázmillió forint felett van.”²⁹

A fúziók vizsgálatát a Gazdasági Versenyhivatal (GVH) végzi. Ha a felvásárlás jelentős mértékben csökkenti a piaci versenyt, akkor a fúzió létrejöttét megtilthatják. A GVH a fúziók esetleges negatív hatásainak a csökkentése érdekében előírhat kötelezettségeket és feltételeket is a felvásárló vállalat szemből. A versenykorlátozó hatásonál fontos az, hogy vajon vertikális fúzió vagy horizontális fúzió történt-e. A vertikális fúziók általában az azonos piacokra hatnak negatívan, míg a horizontális fúziók a piac szerkezetében okozhatnak változásokat.

A GVH engedélyhez kötött fúziókhoz tartozó keretszámokat a versenytörvény 24. §-a tartalmazza.

Az Európai Unió belüli összefonódások esetén, ha meghaladják a versenytörvényben előírt keretszámokat, akkor az Európai Bizottsághoz (EB) kell a kérelmet beadni és ott is bírálják el.³⁰

²⁹ 1996. évi LVII. törvény a tisztességtelen piaci magatartás és a versenykorlátozás tilalmáról 24. § (1) bekezdés

³⁰ http://www.gvh.hu/szakmai_felhasznaloknak/osszefonodasok-fuziok Letöltés ideje 2014.10.16.

2. A FELVÁSÁRLÓ CÉGEK VIZSGÁLATA

A TDK dolgozatom 2. részében a magyarországi felvásárlásokra vonatkozóan végzek pénzügyi elemzéseket. A pénzügyi vizsgálat során a következő kérdésre keresem a választ: Az akvizíció hogyan segíti elő a felvásárló vállalatok növekedését? Az elemzések révén olyan információkat tárok fel, amelyek alátámasztják a felvásárlások fontosságát és elterjedését. A pénzügyi elemzésem az akvizíció realizálásának évére és a felvásárlást követő két üzleti évre vonatkozik. Dolgozatom végére remélhetőleg választ kapok arra a kérdésre, hogy vajon megéri-e a felvásárlás mellett dönteni jövedelmezőségi szempontból.

2.1 AZ ADATBÁZIS BEMUTATÁSA

Az adatbázist a Gazdasági Elemzések Tanszéken folyó kutatás keretében kaptam, amelybe az előző tanév folyamán bekapcsolódtam. A vizsgált vállalatok mérlegeit és eredménykimutatásait az e-beszámolóról töltöttem le. Az elemzés megvalósíthatósága végett az adatokat Excel táblázatokba vittem át annak érdekében, hogy számításokat tudjak végezni. A vizsgálat a 2007 és 2012 közötti időszakra terjedt. Mivel a felvásárlás évét és az azt követő két évet vizsgálom, ezért a 2007 és 2010 közötti felvásárlásokat elemeztem. Ennek a kritériumnak megfelelően az adatbázisomat 47 darab cég képezi. A vizsgált vállalati felvásárlások eloszlását az 5. táblázat szemlélteti.

A FELVÁSÁRLÁSOK ÉVENKÉNTI ELOSZLÁSA

A felvásárlás éve	Darabszám
2007	12
2008	13
2009	8
2010	14

5. táblázat: Saját szerkesztés

Az 5. táblázatban láthatjuk azt, hogy a fúziók száma, a 2009. évet leszámítva, közel azonos nagyságot mutat. Ez a tendencia megfelel az Európában mért értékeknek is, amit a 3. ábra szemléltetett. A 2009. évi visszaesést akár a gazdasági világválság egyik negatív hatásaként is értelmezhetjük, de akár a befektetési hangulat romlásaként.

A vizsgált vállalatokat TEÁOR kódszámok alapján is besoroltam, amelyhez az információkat a KSH adatbázis honlapján, valamint a cégek kiegészítő mellékletében találtam. Voltak olyan cégek, amelyeket később alapítottak vagy éppen megszűntek valamilyen ok miatt a vizsgált időszakban. Ezeknél a cégeknél kevesebb adat állt

rendelkezésekre. A TEÁOR kódszámok alapján a vizsgált cégek nagy változatosságot mutatnak a gazdasági tevékenységük alapján. Összesen **22 különböző gazdasági ágazatba** sorolhatók be a vizsgált cégek. A gazdasági ágazatoknál a főbb csoportokat vizsgálom, amelyeket a TEÁOR kódszám első két számjegye mutat meg. A főbb gazdasági tevékenységek kódszámainak a megnevezését a 6. táblázat szemlélteti.

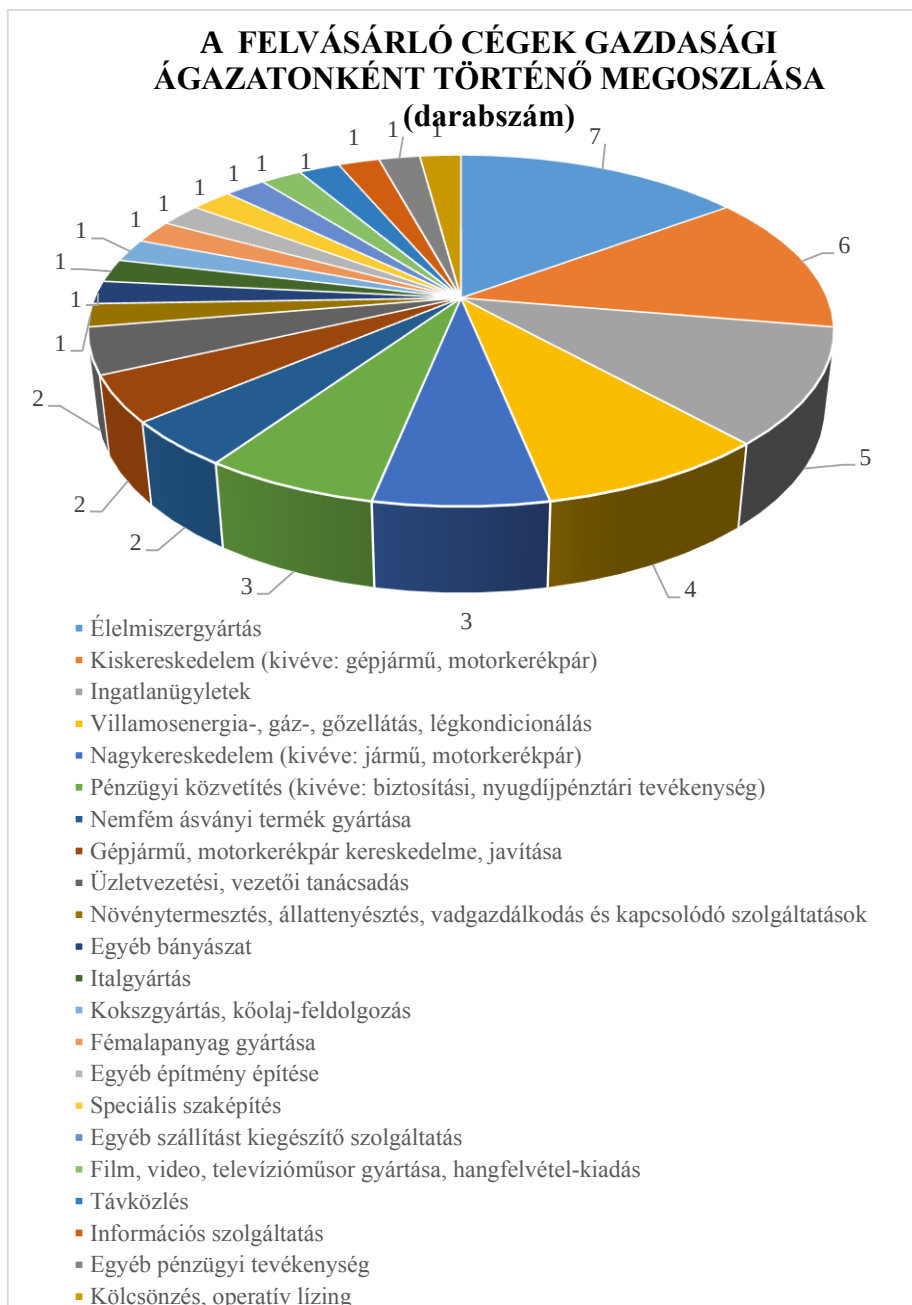
A TEÁOR KÓDSZÁMOK ÉS A MEGNEVEZÉSÜK

TEÁOR '08 kódszám	Megnevezés
01	Növénytermesztés, állattenyésztés, vadgazdálkodás és kapcsolódó szolgáltatások
08	Egyéb bányászat
10	Élelmiszergyártás
11	Italgártás
19	Kokszgyártás, kőolaj-feldolgozás
23	Nemfém ásványi termék gyártása
24	Fémalapanyag gyártása
35	Villamosenergia-, gáz-, gőzellátás, légkondicionálás
42	Egyéb építmény építése
43	Speciális szaképítés
45	Gépjármű, motorkerékpár kereskedelme, javítása
46	Nagykereskedelem (kivéve: jármű, motorkerékpár)
47	Kiskereskedelem (kivéve: gépjármű, motorkerékpár)
52	Egyéb szállítást kiegészítő szolgáltatás
59	Film, video, televízió műsor gyártása, hangfelvétel-kiadás
61	Távközlés
63	Információs szolgáltatás
64	Pénzügyi közvetítés (kivéve: biztosítási, nyugdíjpénztári tevékenység)
66	Egyéb pénzügyi tevékenység
68	Ingatlanügyletek
70	Üzletvezetési, vezetői tanácsadás
77	Kölcsönzés, operatív lízing

6. táblázat: Saját szerkesztés

Forrás: http://www.ksh.hu/apps/vb.teaor_main.teaor08_fa, Letöltés ideje: 2014.10.30. 10:30

A 6. táblázat segítségével már kimutathatjuk azt, hogy az adatbázisban szereplő felvásárló vállalatokból mennyi szerepel az egyes gazdasági ágazatokban. A 7. ábra ezeket az adatok szemlélteti.



7. ábra: Saját szerkesztés

A **legtöbb felvásárló vállalat** a vizsgált időszakban az **élelmiszergyártás** iparágban volt. Véleményem szerint ez magyarázható azzal is, hogy a gazdasági válság ellenére az élelmiszergyártás kereslete nagymértékben nem esett vissza, mivel a lakosság nem az élelmiszerek fogyasztásával csökkentette a kiadásait. Ezeknél a vállalatoknál a megmaradt bevételek lehetővé tették azt, hogy felvásárlásokat hajtsanak végre a további fejlődés érdekében. Kiemelkedő helyen szerepelnek a kiskereskedelemben (kivéve: gépjármű, motorkerékpár), az ingatlanügyletekben és a villamos energia-, gáz-, gőzellátásban, légkondicionálásban tevékenykedő vállalatok. Az 1-4. gazdasági ágazatban összesen 22

vállalat szerepel, ami a vizsgált vállalatok közel a felét teszi ki. A későbbiekben ezzel a négy gazdasági tevékenység részletesebben is foglalkozni fogok.

2.2 AZ ADATBÁZIS EGÉSZÉRE VONATKOZÓ KIMUTATÁSOK ELEMZÉSE

Ebben a fejezetben elemzem az **adatbázisban szereplő felvásárló cégek jövedelmezőségi helyzetét a pénzügyi helyzettel és a hatékonysággal** kapcsolatban. Az elemzéseknél kétféleképpen végeztem számításokat. Az egyik esetben az adatbázis összes cégénél kiszámolt rátákat átlagoltam, a másik esetben pedig a cégek összegzett adataival számolok egy rátát az összes cégre vonatkozóan. A kétféle módszer segítségével szeretnék biztosabb képet alkotni a felvásárlásokkal kapcsolatban. A vizsgálat a felvásárlás és az azt követő két évre vonatkozik. Az elemzést a jövedelmezőségi helyzet vizsgálatával kezdem, mert a dolgozatomban főleg a felvásárlások jövedelmezőségre gyakorolt számszerűsíthető hatásait szeretném kimutatni és elemezni. A jövedelmezőségi helyzet után a pénzügyi és a hatékonysági helyzetet is vizsgálom azért, mert ezek éppen a felvásárlások pénzügyi sikerére, vagy éppen sikertelenségére utalnak.

2.2.1A jövedelmezőségi helyzet vizsgálata

A jövedelmezőségi helyzet vizsgálatához a kiválasztott évekre számított profitabilitási ráták kétféle számítás alapján kapott értékeit a 7. táblázat tartalmazza.

A PROFITABILITÁSI RÁTÁK ÉRTÉKEINEK ALAKULÁSA (%)

Megnevezés	A felvásárlás éve		A felvásárlást követő év		A felvásárlást követő második év	
	Átlagolt	Összegzett	Átlagolt	Összegzett	Átlagolt	Összegzett
Bruttó profithányad	73,54	76,28	71,90	77,10	74,61	73,77
Működési profithányad	-4,71	7,10	-6,08	5,33	-13,85	7,56
Nettó profithányad	18,78	10,34	7,99	-3,56	29,19	9,83
Osztalék fedezettség	430,09	184,57	536,98	-131,35	466,16	415,87
Osztalékfizetési ráta	42,92	54,18	112,70	-76,13	37,08	24,05
Profit visszatartási ráta	57,08	45,82	-12,70	176,13	62,92	75,95

7. táblázat: Saját szerkesztés és számítás az e-beszámoló adatai alapján

A **bruttó profithányad** megmutatja azt, hogy a bruttó eredmény hány százaléka az értékesítés nettó árbevételének. A bruttó eredmény az értékesítés nettó árbevételének és az eladott áruk beszerzési értékének a különbségéből adódik. Ez az érték relatív jövedelmezőséget mutat a vállalkozás számára. Amennyiben alacsony értéket képvisel, vagy csökkenő tendenciát mutat, akkor a vállalatnak a költségek minimalizálására vagy az értékesítés növelésére kell törekednie. A felvásárló cégeknél ez az érték mindkét esetben

70 % felett van, amit **kedvezőnek** tekinthetünk. Az átlagolt értékeknél a felvásárlást követő első évben megfigyelhetünk egy kisebb visszaesést, amit viszont növekedés követ. Az összegzett számításnál a felvásárlást követő második év végén történt visszaesés. A felvásárló vállalatoknál **nem szükségszerű a beavatkozás az érték javítása érdekében.**

A **működési profithányad** azt mutatja, hogy az üzemi tevékenység eredménye hány százalékát teszi ki az értékesítés nettó árbevételének. Tehát a vállalat működéséből származó jövedelmezőségét jelzi a kamat és adófizetés előtt. A vizsgált vállalatoknál átlagosan mérve ez negatív értéket mutat mindhárom évre vonatkozóan. Ez azért van, mert a működési eredmények **többségben negatív értékek.** A működési profithányad csökkenő tendenciát mutat. Véleményem szerint ez annak az oka, hogy többségben olyan **vállalatokat vásároltak fel,** amelyek **veszteségesek** voltak. A felvásárló vállalatok lehetséges célja a helytelen menedzselésből származó veszteségek feljavítása a felvásárlást követően. Az együttes működési profithányadok kedvezőtlen értékei miatt feltehetően csak hosszabb távon képesek a vállalatok ezeknek a rátáknak az értékét pozitív irányba terelni. Szerintem nagyon oda kell figyelni ennek a hányadosnak az alakulására, mert **ha több éven át negatív értéket mutat, akkor el kell gondolkodni a termékválaszték bővítésén, új termékek bevezetésén, avagy éppen a főtevékenység létjogosultsága megkérdőjeleződik.** Ellenben a működési profithányad alakulása az összegzett adatok alapján végig pozitív értékeket vesz fel és a felvásárlást követő első éves visszaesést már emelkedés követi. A két számítás között levő nagy eltérés abból adódik, hogy amíg az összegzésnél a kimutatás az értékekre támaszkodik, addig az átlagolt módszernél a százalékos arányokat összegzem. Véleményem szerint az átlagolt módszer ebben az esetben kevésbé pontos, mivel az értékek könnyen torzíthatóak. A százalékos súlyok nem feltétlen egyeznek meg az értékek nagyságával.

A **nettó profithányad** nagyon fontos jövedelmezőségi ráta minden vállalat számára. Megmutatja azt, hogy az adózott eredmény hány százaléka az értékesítés nettó árbevételének, vagyis az értékesítés nettó árbevételének mekkora része fordítható befektetésekre, fejlesztésekre, az osztalék kifizetésére, esetleg új hitelek törlesztésére. A vizsgált felvásárló vállalatoknál ezt az értéket pozitívnak és kedvezőnek tekintem. Az átlagokkal számolt esetben a felvásárlást követő első évben (7,99 %) a felvásárlás évéhez képest (18,78 %) egy viszonylag nagy visszaesést tapasztalunk. A felvásárláshoz a vállalatok rövid lejáratú hiteleket vettek fel, vagy esetleg a felvásárolt vállalatok az adózott eredményben visszaesést okoznak? – Szó lehet kevés hitelfelvételről is, de inkább a felvásárolt vállalatok rontják az arányt, mivel a felvásárlást követő második évben a **nettó profit aránya (29,19 %) már a felvásárlás évében mért értéket is több mint 10 százalékkal meghaladta.** A másik esetben, amikor az

összesített értékekkel számoltam, ugyanezt a tendenciát tapasztaltam, először csökkenés majd növekedés következett be. A különbség egyedül a növekedés mértékéből adódik.

Az **osztalékfedezettség** az mutatja, hogy az adózott eredmény milyen mértékben fedezi az osztalékfizetés nagyságát. Ezt a rátát az átlagolások esetében csak azoknál a cégeknél lehet vizsgálni, ahol történt osztalékfizetés. Ezeket a 8. táblázat szemlélteti.

AZ OSZTALÉKFIZETÉSEK MEGOSZLÁSA A VÁLLALATOKNÁL A VIZSGÁLT IDŐSZAKBAN
(DARAB)

Megnevezés	A felvásárlás éve	A felvásárlást követő év	A felvásárlást követő második év
Az osztalékfedezettségbe számított cégek	24	27	26
Az osztalékfedezettségbe nem számított cégek	23	20	21

8. táblázat: Saját szerkesztés és számítás az e-beszámoló adatai alapján

A 8. táblázatban azt láthatjuk, hogy osztalékfizetés többször történt a vizsgált időszakban. Az osztalékfedezettségnél csak ezeknek a cégeknek az adataira voltam tekintettel. Az értékek 400 % felett vannak, vagyis az **osztalékot fizető felvásárló vállalatok akár több mint négyszer annyi osztalékot is fizethettek volna, mint amennyit kifizettek**. Az összesített adatok esetében többnyire hasonló értékeket kaptam. Nagy eltérés a felvásárlást követő első évben van, itt negatív érték szerepel. Ez azért van, mert ebben az évben az összegzett adózott eredmény (a ráta számításánál szükséges) negatív értéket vett fel. Összességében az osztalékfedezettség nagyon kedvező.

Az **osztalékfizetési ráták** azt mutatják meg, hogy a kifizetett osztalékok hány százalékát teszik ki az adózott eredménynek. Ennél a rátánál már az átlagolt esetenél is az összes vállalatra vonatkoznak az eredmények, ahol nem fizettek osztalékot, ott nulla értékkel. A felvásárlást követő év kivételével nem tapasztalhatunk semmi furcsaságot vagy említésre méltót, mert az érték 40 % körül mozog. A **felvásárlás utáni első évben** viszont 112,7 %-os ez az érték. Ez nagyon magas, vagyis ebben az évben átlagosan többet fizettek ki, mint az adott évi adózott nyereség. Ez az érték azonban ellentmond az 536,98 %-os osztalék fedezettségnek. Ez azzal magyarázható, hogy ebben az évben az **eredménytartalék terhére is vettek igénybe osztalékot** és így összességében többet fizettek ki arányaiban, mint amennyi rendelkezésre állt. Az eredményt egy-két kirívó eset is befolyásolhatja és eltolhatja a megszokott értékektől, mint például az Alaszka Kft., ahol az osztalékfizetési ráta az érintett évben 565,61 %-os volt az eredménytartalék terhére igénybevett osztalék miatt. Az összesített

értékek esetén hasonlóak az értékek a második év kivételével. Itt negatív értéket kapunk. Ez abból adódik, hogy az adózott eredmények összege negatív, viszont a **pozitív adózott eredménnyel rendelkező vállalatoknál történt osztalékfizetés**.

A profit visszatartási ráta, az osztalékfizetési rátával ellentétben, azt mutatja meg, hogy az adózott eredménynek hány százaléka marad meg tiszta profitnak (mérleg szerinti eredménynek). Ezt a két rátát általában együtt szokták vizsgálni. Összességében a **profit visszatartása dominált inkább a vizsgált vállalatoknál**.

A felvásárlás kedvezően hat a jövedelmezőségi helyzetre, de a felvásárló vállalatoknak a nettó értékesítési árbevételükből származó működési nyereség és az adózott eredmény növelésére oda kell figyelniük.

2.2.2 A pénzügyi helyzet vizsgálata

A pénzügyi helyzet vizsgálatát a **likviditási ráták**, valamint az **adósság- és hitelképességi ráták** segítségével végzem el, mert a fizetőképesség megőrzése mellett az eladósodás elkerülése a **pénzügyi stabilitás** két fontos eleme. Ezeknek a rátáknak az alakulását a 9. táblázat tartalmazza.

A PÉNZÜGYI VIZSGÁLATHOZ HASZNÁLT RÁTÁK ÉRTÉKEINEK ALAKULÁSA

Megnevezés	A felvásárlás éve		A felvásárlást követő év		A felvásárlást követő második év	
	Átlagolt	Összegzett	Átlagolt	Összegzett	Átlagolt	Összegzett
Likviditás I. fokozata	0,34	0,37	0,47	0,37	0,80	0,30
Likviditás II. fokozata	1,38	1,63	2,38	1,13	3,07	1,06
Likviditás III. fokozata	1,68	1,90	2,68	1,39	3,36	1,29
Tulajdonosi arány	0,41	0,52	0,42	0,47	0,41	0,53
Eladósodási arány	1091,69	2,67	22,74	1,79	17,37	2,49

9. táblázat: Saját szerkesztés és számítás az e-beszámoló adatai alapján

A **likviditás I. fokozata** megmutatja azt, hogy a likvid forgóeszközök mekkora részét képezik rövid lejáratú kötelezettségeknek. A likvid forgóeszközökbe tartoznak a pénzeszközök és a rövid lejáratú értékpapírok. Ennél a rátánál a túl alacsony és a túl magas érték sem kedvező. Alacsony értéknél túl kevés pénzeszközt tart a vállalkozás, magas érték esetén pedig sok pénzeszközzel rendelkezik. A legjobb az, ha az értéke 0,2 és 0,5 között szerepel. Az átlagos értékek esetében, a felvásárolt vállalatok értékei a felvásárlást követő 2. év kivételével, ebbe a tartományba esnek. A likviditás első fokozatának az értékei **növekvő és kedvező tendenciát** mutatnak. Ennek oka az lehet, hogy a likvid forgóeszközök aránya növekedik vagy csökkennek a rövid lejáratú kötelezettségek, avagy mindkettő egyszerre. Az összegzett számítás esetén is kedvezőek az értékek, beleesnek a megfelelő tartományba.

A **likviditás II. fokozata** a likvid forgóeszközök és a követelések együttes arányát vizsgálja a rövid lejáratú kötelezettségekhez képest. Átlagolt számítás esetén a felvásárló vállalatok esetében itt is növekedést tapasztalunk. A **növekedés nagyon gyors** ütemben következik be. Az érték azt mutatja, hogy a számlák nagy gyorsasággal rendezhetőek, mivel a likvid forgóeszközök és a követelések értéke meghaladja a rövid lejáratú kötelezettségek értékét. Itt a kedvező az 1 körüli érték, az ennél magasabb érték abból adódhat, hogy tetemes a követelés, ami a válság gyenge jelzése. Az összegzett értékeknél, a felvásárlást követően, a számított érték az 1-hez közelít, ami kedvező.

A **likviditás III. fokozata** arra utal, hogy mekkora a forgóeszközök aránya a rövid lejáratú kötelezettségeken belül. A legkedvezőbb akkor, ha 2 körüli értéket vesz fel. Az átlagos likviditási ráta értéke, a felvásárlást követően, emelkedik és a felvásárlás utáni években **magasabb értéket** vesz fel, majd túllép a kedvező tartományon. Ez azt jelenti, hogy a **vállalatok forgóeszközeiben „áll a pénz”**. Ez akkor lehetséges, ha nem használják fel a felesleges pénzeszközöket vagy sok készletet halmoznak fel. Véleményem szerint a felvásárló vállalatok esetében a megnövekedett értékek a felvásárolt vállalatokból származó forgóeszköz többlet miatt következhet be. Az összesített értékekkel történő számításnál, az átlagossal ellentétben, csökkenő tendenciát kaptunk. Az itt nyert értékek nem kerülnek a kedvező tartományba.

Összegezve: a felvásárló cégek átlagolással számolt likviditási rátái növekednek, ezzel ellentétben, az összegzett értékekkel számolt likviditási ráták csökkenést mutatnak. **Az átlagolással számított likviditás I. értéke kedvező, de a II. és a III. már nem, mert a cégek használdozattal kötötték le pénzüket készletekben és magas követelésnagyságot nem tudtak behajtani. Az összegzett értékkel számolt likviditás mindhárom fokozata nem a legkedvezőbb értéket teljesíti, de a fizetéseképtelenségtől még messze vannak.** Szerintem inkább az összegzett értékekkel számolt adatok a hitelesebbek, mivel az átlagolás torzít az adatokon. Tehát a likviditási helyzet inkább csak megfelelő, további rövid lejáratú hitelek felvételére lehetőség nyílik.

A fizetőképesség megőrzése mellett az eladósodás elkerülése, a saját tőkeerő növelése is fontos a pénzügyi helyzet feltárásánál. A **tulajdonosi arány** azt jelzi, hogy mekkora a saját tőke aránya az osztóknak. A vállalatok számára fontos az, hogy a saját tőke arányuk ne legyen túl alacsony, főként 50 % alatt. A vizsgált időszakban az átlagos tulajdonosi arányban szinte **semmi változás** nem következett be: az értéke 41 % körül mozog, így a finanszírozási szerkezetben az idegen forrás aránya 59 %. Tehát a felvásárlás nem befolyásolta rövidtávon a cégek tulajdonosi arányát. **Az összegzett adatokkal számolt tulajdonosi arány kedvezőbb,**

itt az érték 50 % körül mozog. Véleményem szerint a felvásárló vállalatoknak ügyelni kell a saját tőke arányára. Ennek az értéke tovább nem csökkenhet, mérlegelni kell a hitelezői és tulajdonosi kockázatvállalás konzekvenciáit!

Az **eladósodási arány** a saját tőke arányát mutatja meg a hosszú lejáratú hitelekhez és kölcsönökhöz (HLK) képest. Az átlagolt értéket nem számoltam a teljes adatbázisra, mivel nem mindegyik cég rendelkezett hosszú lejáratú kötelezettségekkel. A cégek számát a 10. táblázat tartalmaz.

**A HOSSZÚ LEJÁRATÚ HITELEK MEGOSZLÁSA A VÁLLALATOKNÁL A VIZSGÁLT IDŐSZAKBAN
(DARAB)**

Megnevezés	A felvásárlás éve	A felvásárlást követő év	A felvásárlást követő második év
Van HLK, az eladósodási arányba számított vállalatok	33	33	29
Nincsen HLK, az eladósodási arányba nem számít bele	14	14	18

10. táblázat: Saját szerkesztés

Az esetek többségében a felvásárló cégek rendelkeztek hosszú lejáratú kölcsönökkel. Ezeknek a vállalatoknak az adatai kerültek az eladósodási arány számításába. Ez az arányszám minél nagyobb, annál kedvezőbb a vállalatra nézve. A túl alacsony eladósodási arány figyelmeztető jelzésként szolgál a vállalat számára. Ha a jelentős nagyságú idegen tőkét nem tudja visszafizetni, akkor adósságcsapdába kerülhet és csődbe is mehet. A vizsgált vállalatoknál az eladósodási arány nem alacsony, a felvásárlást követően ugyan csökkenő tendenciát mutat, de ennek ellenére a vállalatokra nézve **nagyon kedvező**. A felvásárlás évében nagyon magas az eladósodási arány. Ez a magas érték azért jelentkezik, mert néhány vállalatnál nagyon magas értéket kaptam, ami felfelé mozdítja el az átlagos értéket. Ilyen vállalat például a Forrás Vagyonkezelési és Befektetési Nyrt., ahol az eladósodási arány értéke több mint 33878 volt. Ez az érték abból adódik, hogy nagyon kevés HLK volt a cég forrás szerkezetében (567 ezer forint, ami az adott évben meg is szűnt), ezzel szemben a saját tőke nagysága sokkal több (19 209 113 ezer forint) volt. Az adatok összegzésével számított értékek esetében szintén kedvező, de alacsonyabb értékalakulást kaptunk.

A **fizetőképességi és az eladósodási helyzet tekintetében a felvásárlásnak nem voltak negatív hatásai, de sok pozitív változást se okozott. A vállalatok továbbra is képesek a rövid lejáratú kötelezettségeik teljesítésére, akár az adósságállományukat is növelhetik, de a tulajdonosi arányt már nem szabad csökkenteni. Kedvezőnek ítéljük a hosszú lejáratú kötelezettségekkel rendelkező vállalatok adósságállományának alakulását is.**

2.2.3 Az üzletmenet hatékonyságának a vizsgálata

A felvásárló vállalatok üzletmenetének hatékonysági vizsgálatához szükséges ráták számításával kapott eredményeket a 11. táblázat tartalmazza.

A HATEKONYSÁGI VIZSGÁLATHOZ HASZNÁLT RÁTÁK ALAKULÁSA

Megnevezés	A felvásárlás éve		A felvásárlást követő év		A felvásárlást követő második év	
	Átlagolt	Összegzett	Átlagolt	Összegzett	Átlagolt	Összegzett
Eszközarányos forgalom	1,38	0,77	1,36	0,87	1,44	0,75
Követelések fordulatszáma	7,17	2,69	7,26	5,67	7,55	4,95
Készletlekötési idő (nap)	94	29	32	22	50	22
Követelések behajtási ideje (nap)	48	24	42	22	54	24
Szállítói tartozások rendezésének ideje (nap)	2484	111	5317	99	2605	92
Finanszírozási idő (nap)	-2343	-58	-5244	-55	-2501	-45
ROA (%)	2,53	7,93	0,66	-3,09	1,49	7,40
ROE (%)	22,93	15,25	2,13	-6,55	42,20	14,01

11. táblázat: Saját szerkesztés és számítás az e-beszámolók adatai alapján

Az **eszközarányos forgalom** azt mutatja, hogy az értékesítés nettó árbevételéből hányszor térül meg az összes eszköz értéke. Az átlagos eszközarányos forgalom értékei mindhárom évben 1 fölötti értéket, míg az összegzett értékeknél 0,8 körüli értéket vesz fel. Az adatok tekintetében egyik esetben sem tapasztaltunk nagymértékű változást. Tehát a felvásárlás évében és a következő két évben egyrészt az értékesítés nettó árbevétele és az összes eszköz nagysága, arányaiban, szinte azonos mértékben változtak, másrészt pedig szinte **változatlan az összes eszköz nettó értékesítési árbevételből történő megtérülése**.

A **követelések fordulatszáma** megmutatja az értékesítés nettó árbevételének a követelésekhez viszonyított arányát. Ha ez az érték túl alacsony, akkor a cégnek követelésbehajtási problémái vannak. A hányados értéke mindkét vizsgálat esetében a felvásárlást követően **lassú növekedést mutat** a vizsgált időszakban, vagyis kedvezőbb a helyzet. Az átlagolt értékek valamivel 7 felett vannak, ami annyit jelent, hogy az árbevétel több mint hétszerese a vállalat által hitelezett eladásoknak. Az összegzett számításokkal kapott értékek 5 körül vannak. Ezeket az értéket is még kedvezőnek ítéljük. **A vállalatoknál fontos funkció a vevők megtartása, akár a lassan fizető vevők esetében is, de ekkor a vevői finanszírozási vonatkozásokat át kell gondolni és meg kell oldani. Arra kell ügyelni, hogy az egyensúly ne boruljon fel, mert ha jelentős a hitelben történő értékesítés, akkor átmenetileg fizetéseképtelenné is válhat a cég esetlegesen hirtelen jelentkező kiadás esetén.**

A **készletlekötési idő** megmutatja azt, hogy mennyi nap telik el az anyagvásárlástól a késztermék elkészítéséig. A hatékony működés eléréséhez a készletlekötési idő

minimalizálása elengedhetetlen. Az átlagolt érték, a **felvásárlás évében**, elég **magas**, amit egy nagy visszaesés és egy kisebb növekedés követ. A felvásárlás évében ez az érték a felvásárolt vállalat tetemes készletnagysága miatt magas. A nagy visszaesés azért lehet, mert a **nem kívánt tevékenységeket megszüntetik és átszervezik**. Az összegzett értékek készletlekötési idejében nem történt nagyobb változás. Az érték valamivel 20 nap felett van.

A **követelések behajtási ideje** azt mutatja meg, hogy hány nap telt el az értékesítés és a tényleges kifizetés között. Ez az érték az átlagolt számításnál nagyon magas a vizsgált vállalatok esetében, sok lehet a lassan fizető vevő vagy behajthatatlan követelésekkel is rendelkezhetnek. A **felvásárlást követő első évben visszaesést** látunk, ami a felvásárlást követő behajtott követelések következménye. A **felvásárlás utáni első évben újabb növekedés történt**, ami az újabb vevők megnyerése érdekében történhetett. A **behajthatatlan követelések elkerülése és a lassan fizető vevők számának csökkentése érdekében érdemes kockázatkezelő rendszert bevezetni, amelyben az újonnan érkező vevőket értékelik, ami segít eldönteni azt, hogy vajon éljenek-e a hitelben történő eladással**. Az összegzett adatokkal számított értékek körülbelül fele az átlagos értékekhez képest. Ez az eset valószínűleg közelebb áll a valósághoz.

A **szállítói tartozások rendezésének ideje** minél nagyobb, annál kedvezőbb a tartozást rendező vállalatok számára. Az átlagolással számolt értékek irreálisan magasak, egyes években több mint két év. Az értékek változásában semmilyen rendszert nem állapíthatunk meg. Az adatok összeadásával számolt értékek jóval alacsonyabbak, mert **100 nap körül mozognak**. Véleményem szerint a **felvásárlás nem befolyásolja a szállítói tartozások rendezési idejét, nem változik a felvásárolt vállalat alkupozíciója a beszállítókkal szemben**.

A **finanszírozási idő** számításával a vállalatok nagyon fontos információhoz jutnak. Ahol negatív értéket vesz fel, az kedvező a cég számára, mert az értéknek megfelelő ideig rendelkezik többletforrással. A pozitív érték esetén az értéknek megfelelő napon át forráshiánnyal küszködik. A vizsgált években az átlagolt értékek drasztikus változásokra utalnak: először **hirtelen csökkenés, majd hatalmas növekedés** történt. Az összegzett értékekkel számított finanszírozási idő nem mutat jelentős változást. Az értékek itt is **negatívak**, csak a nullához közelebbi értéket vesznek fel. Tehát **a felvásárlást követően a cégek az üzletmenetből származó finanszírozási többletforrással rendelkeztek csupán azért, mert jelentősen kitolhatták a fizetési időt szállítóik irányában**. Ennek viszont akkor van értelme, ha a „kitolt” fizetési határidő alatt bevételt generáló ügyletet realizálnak.

Az **eszközarányos megtérülési ráta** ($ROA = \text{Return on Assets}$) az eszközök hatékonyságát méri az adózott eredménnyel. Az átlagolt ROA érték 2 %-kal visszaesik a felvásárlást követő évben. Ez a visszaesés a felvásárlás miatt megnövekedett eszközállomány miatt következett be, valamint az adózott eredmény változása is közrejátszott. A felvásárlás évében mért érték lassan kezd visszaállni, amit a következő évi növekedés is előrevetít. Az adatok összegzésével számított ROA hasonló tendenciát mutat, a felvásárlás után csökkenés, azt követően növekedés történt. Összességében **nagyon alacsony** a ROA értéke. Az **összes eszköz értékének csupán a néhány százaléka térül meg az adózott profitból**, amit javítani kellene a vállalatoknak.

A **saját tőke arányos megtérülési ráta** ($ROE = \text{Return on Equity}$) azt mutatja meg, hogy mekkora az adózott profit aránya a saját tőkéhez képest. Az értékek változásának az iránya mindegyik esetben megegyezik a ROA értékek változásával. Mivel a pénzügyi helyzet vizsgálata résznél már közölt tulajdonosi arány alig változott, ezért feltételezhetően a saját tőke arányában sem következett be nagyobb változás az egyes évek között. Tehát a **felvásárlást követően** az adózott profit visszaesett és ez okozta ROE értékének a **csökkenését** is. A **felvásárlást követő második évben már növekedett az adózott profit, ami növekedést okozott a ROE értékében** is. A felvásárlás miatti adózott eredmény változását a jövedelmezőségi vizsgálatnál tárgyalt nettó profithányad változásai is alátámasztják. Az adózott eredmény változása révén a felvásárlás mind a ROA, mind a ROE változását befolyásolja. Összességében a **felvásárlást követő átmeneti csökkenés ellenére, rövidtávon kedvezően hat a felvásárlás a ROA és a ROE értékeiben**.

Az üzletvitel hatékonyságot vizsgálva az a megállapításom, hogy **gyenge kapcsolat van a felvásárlás és a hatékonyság alakulása között, de erős és biztos kapcsolatot véltem felfedezni a ROE és a ROA ráták alakulásában**.

2.3 A NÉGY LEGJOBBAN ÉRINTETT GAZDASÁGI ÁGAZAT ELEMZÉSE

Ebben a fejezetben a 8. ábrán szemléltetett gazdasági ágazatonként történő megoszlás alapján a négy legjobban akviráló gazdasági ágazatra vonatkozóan végzek elemzést. A négy ágazat a következő: élelmiszergyártás, kiskereskedelem (kivéve gépjármű, motorkerékpár), ingatlanügyletek és a villamos energia-, gáz, gőzellátás, légkondicionálás. Az elemzés révén azt szeretném kideríteni, hogy az egyes gazdasági ágazatok „mennyit nyertek” a felvásárlás révén.

2.3.1 Az élelmiszergyártás

Ebben a gazdasági ágazatban a vizsgált időszakban **7 vállalat** vásárolt fel valamilyen céget. A gazdasági ágazatban szereplő cégek mutatószámait a 12. táblázat tartalmazza.

ÁZ ÉLELMISZERGYÁRTÁS IPARÁGBAN SZEREPLŐ VÁLLALATOK JÖVEDELMEZŐSÉGI, PÉNZÜGYI ÉS HATÉKONYSÁGI MUTATÓSZÁMAINAK ALAKULÁSA

Megnevezés	A felvásárlás éve		A felvásárlást követő év		A felvásárlást követő második év	
	Átlagolt	Összegzett	Átlagolt	Összegzett	Átlagolt	Összegzett
Bruttó profithányad	94,02 %	93,10 %	91,24 %	91,09 %	90,28 %	91,57 %
Működési profithányad	-1,56 %	2,38 %	-0,16 %	1,63 %	-7,15 %	-2,04 %
Nettó profithányad	-4,29 %	0,03 %	-1,96 %	0,01 %	-8,90 %	-3,69 %
Osztalékfedezettség	39,87 %	8,33 %	-	-	-	-
Osztalékfizetési ráta	35,83 %	1200,69 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Profit visszatartási ráta	64,17 %	-1100,69 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Likviditás I. fokozata	0,02	0,02	0,04	0,03	0,05	0,04
Likviditás II. fokozata	0,87	0,87	0,83	0,85	0,86	0,83
Likviditás III. fokozata	1,27	1,27	1,25	1,27	1,26	1,23
Tulajdonosi arány	0,27	0,17	0,24	0,20	0,11	0,13
Eladósodási arány	5,81	0,57	25,37	0,70	0,07	0,40
Eszközarányos forgalom	1,63	1,90	1,99	2,04	2,13	2,00
Követelések fordulatszáma	4,71	4,88	5,71	5,58	5,81	5,53
ROA	-1,59 %	0,06 %	-4,63 %	0,03 %	-16,65 %	-7,38 %
ROE	-1,77 %	0,36 %	-12,67 %	0,13 %	156,78 %	-55,23 %

12. táblázat: Saját szerkesztés és számítás az e-beszámoló adatai alapján

A szektorban a **bruttó profithányad magas** értéket képvisel. A felvásárlás után lassú csökkenés tapasztalható, de ennek ellenére nem szükségszerű a beavatkozás az érték javítása érdekében. Az **átlagos működési profithányad** mindegyik évben **negatív** értéket vesz fel. Tehát az élelmiszergyártásban a felvásárló vállalkozások **működési veszteséget** mutatnak. Az eredmények szerint a felvásárlás javít valamennyire az értékeken, azonban az átmeneti javulást egy nagyobb mértékű visszaesés követi. Az értékek összegzésével kapott számításnál végig csökkenést tapasztalunk és az utolsó vizsgált évben már negatív értéket vesz fel. A **nettó profithányad** tekintetében is **veszteségesek** a vállalatok. A felvásárlás következtében átmenetileg itt is javult egy kicsit az érték. Ebben a gazdasági ágazatban szereplő cégeknek törekedniük kell az érték javítására, mert a veszteség a válság egyik gyenge jelzése. A **veszteséges működés révén az osztalékfizetés sem jellemező** a vizsgált szektorban. Egyedül az egyik cég részéről volt osztalékfizetés, de ott is csak a felvásárlás évében. Az osztalékfedezettség alacsony volt. A likviditási rátákban nem történt különösebb változás a vizsgált időszakban és mindegyik vizsgálat során közel azonos értékek szerepeltek. A **likviditás I. fokozatának** az értékei **nagyon alacsonyak**, vagyis a felvásárló cégek nagyon kevés likvid forgóeszközzel rendelkeznek. Az értékekben nagyon kicsi javulás láthatunk a

felvásárlás után, de legalább egy 0,15 fölötti szintet el kellene érniük. A **likviditás II. fokozata** már **kedvező**, a kedvező 0,6 és 1 közötti értéktartományba esnek. A **likviditás III. fokozatának** értékei elfogadhatóak, bár a vállalatoknak még egy kicsit növelni kellene. A **tulajdonosi arány** tekintetében mindkét számítás esetében a felvásárlás után csökkenést tapasztalunk, majd pedig a felvásárlást követő második év végére már a 0,1 az értéke. Ez **nagyon alacsony**! A vállalatoknak sürgősen törekedniük kell a tulajdonosi arány növelésére, mert az idegen források aránya több mint 80 %! Az átlagos **eladósodási arány** számításánál az ágazatban felvásárló vállalatok többsége hosszú lejáratú hitelekkel rendelkezett. Az eladósodási arány a felvásárlást követő első évben javul, azonban a második évben már nagyon alacsony értéket vesz fel (0,07). Ez az érték **nagymértékű** eladósodást jelez, akár a csőd kockázata is fenn áll! Az adatok összegzésével számolt eladósodási ráták végig nagyon alacsonyak, szintén fennáll a csőd kockázata. Az eszközarányos forgalomnál és a **követelések fordulatszámánál** a vizsgált gazdasági szektor vállalatai kedvező értékeket vesznek fel és a felvásárlást követően még növekszik is az értékük. A **ROA** ráták szinte végig **negatívak** és a vizsgált időszak alatt ráadásul még tovább csökken. Az összes eszköz értéke nem térül meg az adózott profitból, ezen javítani kell. A **ROE** ráták az átlagolásos számításnál szintén **negatívak, kivéve az utolsó évet**, ahol nagyon magas értéket vesz fel. Az ilyen nagy és hirtelen eltéréseknek mindig az adatbázisban szereplő cégeknél kell keresni az okát. Az adatok torzulásához hozzájárul az, hogy az ABO MILL Zrt. a veszteséges működés következtében felszámolási eljárás alatt állt, valamint a Debreceni Csoport Kft. az eredmények szerint hatalmas veszteséget produkált. Az összegzéssel számított ROE értékek is nagyon alacsonyak, de a felvásárlás és az azt követő évben még pozitívak. Összességében azt állapítom meg, hogy amennyiben a kettő, rosszul működő céget is nézzük a statisztikánál, akkor az **élelmiszeriparban a felvásárlásnak inkább negatív pénzügy-gazdasági következményei és hatásai voltak.**

2.3.2 A kiskereskedelem

Ebben a fejezetben azokat a felvásárló vállalatokat vizsgálom, amelyeknek a gazdasági tevékenységüket a kiskereskedelem (kivéve gépjármű és motorkerékpár) képezi. Az ágazatban szereplő cégek kiszámított mutatószámait a 13. táblázat tartalmazza.

A KISKERESKEDELEM IPARÁGBAN SZEREPLŐ VÁLLALATOK ÁTLAGOS MUTATÓSZÁMAI

Megnevezés	A felvásárlás éve		A felvásárlást követő év		A felvásárlást követő második év	
	Átlagolt	Összegzett	Átlagolt	Összegzett	Átlagolt	Összegzett
Bruttó profithányad	16,78 %	14,27 %	17,01 %	13,23 %	17,66 %	12,96 %
Működési profithányad	-0,27 %	0,75 %	1,82 %	-1,35 %	0,97 %	-0,74 %
Nettó profithányad	-0,49 %	-0,22 %	1,23 %	-2,07 %	1,24 %	-1,59 %
Osztalék fedezettség	405,78 %	-296,92 %	638,36 %	-2250,90 %	626,34 %	-2189,87 %
Osztalékfizetési ráta	54,64 %	-33,68 %	18,07 %	-4,44 %	17,99 %	-4,57 %
Profit visszatartási ráta	45,36 %	133,68 %	81,93 %	104,44 %	82,01 %	104,57 %
Likviditás I. fokozata	0,14	0,03	0,26	0,05	0,22	0,05
Likviditás II. fokozata	0,57	0,64	0,80	0,61	0,80	0,91
Likviditás III. fokozata	0,91	0,92	1,20	0,93	1,23	1,21
Tulajdonosi arány	0,17	0,22	0,35	0,18	0,43	0,45
Eladósodási arány	3,23	1,09	3,60	0,73	5,44	22,03
Eszközarányos forgalom	3,10	3,38	2,71	3,47	2,85	3,26
Követelések fordulatszáma	14,66	12,05	15,09	12,73	15,05	9,57
ROA	-7,15 %	-0,73 %	0,85 %	-7,18 %	1,75 %	-5,20 %
ROE	38,09 %	-3,34 %	75,48 %	-40,91 %	71,80 %	-11,48 %

13. táblázat: Saját szerkesztés és számítás az e-beszámolók adatai alapján

A vizsgált szektorban szereplő felvásárló cégek **bruttó profithányada alacsony** értéket vesz fel. Az átlagos bruttó profithányad, a felvásárlást követően, lassú növekedést ért el, az összegzett számításnál csökkenést látunk. A vállalatoknak, az érték javítása érdekében, a bevételek növelésére és/vagy a tevékenységek racionalizálásából eredő működési költségek csökkentésére kell(ene) törekedniük. Az átlagos **működési profithányad egyértelműen javul** a felvásárlást követően. Az arányszám a kezdeti negatív érték után pozitív értéket vesz fel. Az adatok összegzésével számított ráták alakulásánál éppen az ellenkezőt tapasztaljuk. Ebben az esetben a felvásárlás évében pozitív értéket, míg a felvásárlást követő két évben negatív értéket vesz fel. Tehát működési veszteséggel szembesültek. A felvásárlás **pozitívan** befolyásolta az átlagos **nettó profithányad** alakulását. A felvásárlás évében még negatív értéket vesz fel, azonban a felvásárlást követő években már több mint egy százalékos a nettó profithányad értéke. Az összegzett adatokból számított nettó profithányadok negatív értékeket mutatnak. Tehát a felvásárlásnak negatív hatása volt. Az **osztalékfizetés** csak két vállalat esetében történt, amit az összes cégre vetített osztalékfizetési ráta viszonylag **alacsony** értékei támasztanak alá. Az osztalékot fizető vállalatoknál az átlagolással számított esetről az osztalékfedezettség magas értékeket képvisel, amit kedvezőnek ítélnénk. Az összegzett adatokkal számított osztalékfedezettség értékek negatívak mindegyik vizsgált évben, ami az összesített adózott eredmény negatív értékéből adódik (a veszteséges üzleti évek miatt). A likviditási ráták értékei a felvásárlás évéhez képest növekedtek. A **likviditás I. és II. fokozata kedvező** értékeket vesznek fel, ám az összegzett adatokkal számított likviditás I. fokozatánál

alacsony értékek szerepelnek. A **likviditás III. fokozata még növekedhetne** mindkét esetben, mert a kitűnő a 2 körüli érték lenne. A **tulajdonosi arány** nagyon alacsony a felvásárlás évében, de a felvásárlást követő években **növekedés** történik és a második év éére már 0,4 feletti értéket látunk. **A felvásárlás pozitív változásokat eredményez a tulajdonosi arányra tekintettel.** Az átlagos **eladósodási arány** számításánál csak azokat a vállalatokat tekintettem, amelyek rendelkeztek hosszú lejáratú kötelezettségekkel. A vizsgált iparágban a hosszú lejáratú kötelezettségekkel rendelkező vállalatok szerepeltek nagyobb arányban. Ennek megfelelően az eladósodási arány értékében **növekedés** tapasztalunk a felvásárlást követően. Az összegzett adatokkal számolt arányoknál is növekvő tendenciát látunk. Tehát **a hosszú lejáratú kötelezettségekkel rendelkező cégek helyzete egyre kedvezőbb.** Az **eszközarányos forgalomnál** és a **követelések fordulatszámánál** a vizsgált gazdasági szektor vállalatai **kedvező** értékeket vesznek fel. Az **eszközarányos forgalom** értékeinek és a **követelések fordulatszámának** alakulásában **nem látunk nagy változást.** **Az átlagos ROA érték a felvásárlás évében negatív, ami a felvásárlást követően pozitív lesz.** Az összes eszköz értéke már megtérül az adózott profitból, de ezen az arányon még lehet javítani. Az összegezett adatokból számított ROA értékek végig negatívak, de csökkenő tendenciát tapasztalunk. Az átlagolás **ROE** értéke **emelkedik** a felvásárlás évéhez képest és a felvett értékek elég nagy százalékot képviselnek. Ez arra utal, hogy az **adózott profit növekedett a felvásárlást követően és ezt a nettó profithányad növekedése is alátámasztja.** Az összegzett adatokkal számolt ROE értékek végig negatívak. Ez azért van, mert az adózott eredmény végig negatív a gazdasági szektorban a vizsgált években. Összességében megállapítom azt, hogy a **kiskereskedelmi ágazatban a felvásárlásnak pozitív hatásai voltak** az átlagos hányadosok számításakor. Az összegzett adatokkal számolt hányadosok számítása esetén a felvásárlásnak negatív hatásai voltak, azonban azt megemlítem, hogy az itt vizsgált vállalatoknál az adózott eredmény 6 esetből 4 alkalommal pozitív volt, de ezeket a két vállalat negatív értékei meghaladták.

2.3.3 Az ingatlanügyletek

Az ingatlanügyletekkel kapcsolatos iparágba összesen 5 felvásárló vállalat tartozott. Az ágazatban szereplő cégek mutatószámait a 14. táblázat tartalmazza.

AZ INGATLANÜGYLETEK IPARÁGBAN SZEREPLŐ VÁLLALATOK MUTATÓSZÁMAI

Megnevezés	A felvásárlás éve		A felvásárlást követő év		A felvásárlást követő második év	
	Átlagolt	Összegzett	Átlagolt	Összegzett	Átlagolt	Összegzett
Bruttó profithányad	92,91 %	79,04 %	96,56 %	84,19 %	98,30 %	84,62 %
Működési profithányad	13,33 %	19,42 %	16,08 %	19,18 %	7,77 %	20,94 %
Nettó profithányad	102,41 %	72,93 %	56,98 %	68,43 %	38,90 %	52,55 %
Osztalék fedezettség	230,42 %	182,50 %	2336,91 %	174,83 %	1018,44 %	143,92 %
Osztalékfizetési ráta	31,32 %	54,79 %	25,54 %	57,20 %	30,41 %	69,48 %
Profit visszatartási ráta	68,68 %	45,21 %	74,46 %	42,80 %	69,59 %	30,52 %
Likviditás I.fokozata	0,79	0,95	0,61	0,88	0,64	0,93
Likviditás II.fokozata	2,07	2,28	1,57	2,17	1,87	2,46
Likviditás III.fokozata	2,15	2,29	1,58	2,18	1,88	2,46
Tulajdonosi arány	0,71	0,82	0,71	0,82	0,69	0,81
Eladósodási arány	96,30	26,06	55,49	30,72	15,60	21,44
Eszközarányos forgalom	0,14	0,11	0,13	0,11	0,12	0,11
Követelések fordulatszáma	10,69	0,68	6,38	0,62	14,42	0,59
ROA	8,38 %	8,30 %	4,39 %	7,20 %	3,29 %	5,81 %
ROE	16,64 %	10,09 %	6,88 %	8,78 %	5,16 %	7,13 %

14. táblázat: Saját szerkesztés és számítás az e-beszámolók adatai alapján

A vizsgált iparágban a **bruttó profithányad** értékei **magasak** és a felvásárlást követően további emelkedést tapasztalunk. A vállalatok nagyon kedvező helyzetben vannak a bevételek növelése terén, így feladatok továbbra is a költségek kézben tartás. Az átlagolt **működési profithányad** a felvásárlást követő évben növekedett, viszont a második évben nagyobb mértékben csökkent. Az összegzett adatokkal számított működési profithányad értékekben nem következett be nagyobb változás, 20 % körül mozog. Összességében a működési **eredményeket pozitívan értékeljük a felvásárlás hatásaként**. A **nettó profithányad** értéke nagymértékben visszaesik mindkét esetben. Az átlagos nettó profithányad a kezdeti 100 százalék feletti eredmény azért fordul elő, mert a pénzügyi műveletek eredményei és a rendkívüli eredmények miatt az adózott eredmény meghaladta az értékesítés nettó árbevételének az értékét. Erre példa az IKO Production Media Szolgáltató Kft., ahol a nettó profithányad 351,1 %-os volt. A nettó profithányad eredményei nagyon kedvezőek még a visszaesés ellenére is. A **csökkenést viszont nem a felvásárlás, sokkal inkább a piaci helyzet alakulása okozta**. A vizsgált iparágban, két vállalat kivételével, történt osztalékfizetés. Az **osztalékot fizető vállalatoknál az osztalékfedezettség nagyon magas arányú**. A vizsgált vállalatoknál az **átlagos profit visszatartás nagyobb mértékű volt, mint**

az átlagos osztalékfizetés mértéke. Az összegzett adatokkal számított esetben az osztalékfizetés dominált. A likviditás mindegyik esetben **romlott** a felvásárlást követő első évben, **majd a második évben kedvezőbbé vált.** A likviditás fokozatok értékei a változások után még mindig a kitűnő értékhez képest is magasabb értékeket vesznek fel. **A felvásárlás nem volt hatással a tulajdonosi arányra, különösebb változás nem következett be.** Az értékek kedvezőek, akár az arány még tovább is csökkenhet. A vizsgált vállalatok többsége rendelkezett hosszú lejáratú kötelezettségekkel. A hosszú lejáratú kötelezettségekkel rendelkező vállalatok esetében az átlagos **eladósodási arány nagymértékben csökken.** Mivel a tulajdonosi arányban nem következett be nagyobb változás, ezért az idegen tőke növekedése okozta a csökkenő tendenciát. A felvásárlást követően a cégek helyzete kedvezőtlenebb lett ebből a szempontból, de az eladósodástól még messze vannak. Az összegzett adatokból számított esetről kisebb mértékű a növekedés, de a felvásárlás megtörténte után csökkenést tapasztalunk. A változások mértéke sokkal kisebb az átlagolt értékek esetéhez képest. Az **eszközarányos forgalom alakulásában különösebb változás nem következett be** a felvásárlást követően, ezért valószínű nincs semmilyen kapcsolat a kettő között. Az átlagos követelések fordulatszáma először csökken, majd a felvásárlást követően nagyobb mértékben emelkedik. Összességében kedvezőbb helyzet alakult ki. Az összegzett értékek számításakor a követelések fordulatszáma nagyon alacsony és további csökkenést is tapasztalunk. **A ROA és a ROE értékek egyaránt csökkennek.** Ennek az oka az adózott eredmény csökkenése, ami a nettó profithányad csökkenésében is tetten érhető. A csökkenés ellenére még kedvezőek a kapott eredmények. **Az ingatlanügyletek iparágban a felvásárlás rövidtávon nem okozott pozitív következményeket.** A felvásárlás következményeinek a mértékét nehéz megbecsülni, mert az ingatlanügyleteknél a jövedelmezőségi és a pénzügyi helyzet alakulását nagymértékben befolyásolják a piac történései.

2.3.4 A villamos energia-, gáz, gőzellátás, légkondicionálás

A vizsgált időszakban, ebben az iparágban összesen 4 felvásárló vállalat szerepelt. Az érintett vállalatok mutatószámait a 15. táblázat tartalmazza.

A VILLAMOS ENERGIA-, GÁZ, GŐZELLÁTÁS, LÉGKONDITIONÁLÁS IPARÁGBAN SZEREPLŐ

VÁLLALATOK MUTATÓSZÁMAI

Megnevezés	A felvásárlás éve		A felvásárlást követő év		A felvásárlást követő második év	
	Átlagolt	Összegzett	Átlagolt	Összegzett	Átlagolt	Összegzett
Bruttó profithányad	70,33 %	55,48 %	62,13 %	70,88 %	67,34 %	85,65 %
Működési profithányad	5,56 %	5,51 %	-9,65 %	-3,79 %	-28,46 %	3,37 %
Nettó profithányad	5,29 %	4,97 %	-12,40 %	-6,36 %	-32,40 %	6,39 %
Osztalék fedezettség	9572,00 %	98,46 %	58,96 %	-282,39 %	115,02 %	119,02 %
Osztalékfizetési ráta	90,44 %	101,56 %	164,55 %	-35,41 %	99,20 %	84,02 %
Profit visszatartási ráta	9,56 %	-1,56 %	-64,55 %	135,41 %	0,80 %	15,98 %
Likviditás I. fokozata	0,22	0,22	0,13	0,16	0,09	0,09
Likviditás II. fokozata	0,75	0,72	0,81	0,91	0,86	0,91
Likviditás III. fokozata	0,92	0,82	0,96	1,02	0,99	1,03
Tulajdonosi arány	0,36	0,38	0,31	0,34	0,30	0,37
Eladósodási arány	5,70	9,69	1,86	1,21	1,94	1,38
Eszközarányos forgalom	1,25	0,87	1,17	0,75	1,01	0,78
Követelések fordulatszáma	4,76	3,44	4,81	3,32	3,28	3,13
ROA	5,20 %	4,31 %	-11,50 %	-4,75 %	2,19 %	4,97 %
ROE	14,24 %	11,28 %	-74,01 %	-13,99 %	-17,98 %	13,49 %

15. táblázat: Saját szerkesztés és számítás az e-beszámoló adatai alapján

A szektorban a **bruttó profithányad viszonylag magas** értéket képvisel. A felvásárlás után az átlagos bruttó profithányad mérsékelten csökken, de ennek ellenére kedvező. Az összegzett adatokból számított bruttó profithányad értékében növekedés látunk. A **működési profithányad csökken** a felvásárlást követően. Az átlagos működési profithányad negatív értéket vesz fel, viszont az összegzéssel számított adatokból számított arány a felvásárlást követő második évben már pozitív. A vállalatoknak törekedniük kell az érték javítására! A **felvásárlás rontott a működési jövedelmezőségen! A nettó profithányad változása egyezést mutat a működési profithányad értékeinek alakulásával.** Ebben a gazdasági ágazatban szereplő cégeknek törekedniük kell az érték javítására, ugyanis a veszteséges működés a válság egyik jelzése. A nettó profithányad negatív irányba történő elmozdulását a veszteségnek köszönhetjük, ami a felvásárlást érintő költségek révén következhetett be. A veszteséges működés ellenére történt osztalékfizetés a vizsgált szektorban. Az **osztalékfedezettség pozitív**, kivéve az összegzett adatokkal történt számításnál, a felvásárlást követő első évben. Az **osztalékfizetési ráta nagyon magas**, mert az eredménytartalék terhére is történt osztalékfizetés. A likviditási ráták, az I. fokozat kivételével, a felvásárlást követően növekednek. A **likviditás I. fokozatának értékei fokozatosan csökkennek** mindegyik esetben, vagyis a felvásárló cégek egyre kevesebb likvid forgóeszközzel rendelkeznek. A **likviditás II. fokozata már kedvező**, a vizsgált vállalatok értékei a 0,6 és 1 közötti tartományba esnek. A **likviditás III. fokozata megfelelő**, bár növelni kellene annak

érdekében, hogy legalább az 1,5 értéket elérjék. A **tulajdonosi arány csökken** a felvásárlás után. A vállalatoknak törekedniük kell a tulajdonosi arány növelésére, mert alacsonyak az értékek! Az 50 %-os arányt el kellene érniük! Az **eladósodási arány** számításánál a vállalatok többsége rendelkezett hosszú lejáratú kötelezettségekkel. Az **eladósodási arány** mindegyik esetben, a felvásárlás évéhez képest, **visszaesett**, vagyis a cégek eladósodtak. Az **eszközarányos forgalom** és a **követelések fordulatszáma** értékek, a felvásárlást követően, csökkentek, de még viszonylag megfelelő értékeket vesznek fel. A **ROA** és a **ROE** értékei hasonlóan változnak. A felvásárlást követően nagymértékben csökkennek, amit növekedés követ. Mindegyik arányszám hirtelen **változott negatív irányba**. Az ágazati átlag említett torzulásához a System Consulting Befektetési, Fejlesztési és Kereskedelmi Zrt. értékei vezettek. A vállalatnál tapasztalható a -149,95 %-os nettó profithányad és -313,8 %-os ROE érték. Ezek az értékek nagymértékben módosítják a valós értékektől az ágazati átlagot. Amennyiben a rosszul működő céget is tekintetbe vesszük a statisztikánál, úgy a **felvásárlásnak negatív hatásai voltak** az iparágban.

2.4 A FELVÁSÁRLÁSOK ÖSSZEGZÉSE

A dolgozatomban arra a kérdésre kerestem a választ, hogy az akvizíció hogyan segíti elő a felvásárló vállalatok növekedését és vajon megéri-e a felvásárlás jövedelmezőségi szempontból? – Az adatbázis elemzését követően úgy érzem, hogy sikerült választ találni a kérdésekre. Mivel az adatbázisom viszonylag nagyszámú (47 vállalat) és több évre vonatkozóan végeztem a vizsgálatokat, ezért úgy vélem, hogy a kimutatásaim reprezentatívak rövidtávra nézve. Összességében a felvásárlások jövedelmezőek voltak a felvásárló vállalatokra nézve, habár a felvásárlást követő első évben egy kicsit visszaestek az értékek. A felvásárlás az esetek többségére nézve hasznos, de a vizsgálat során számos olyan eset is volt, ahol a felvásárlást követően a felvásárló cég csődbe ment vagy felszámolás eljárás alatt állt. A felvásárlás ezért olyan esetekben ajánlott, amikor a felvásárló vállalat "stabil lábakon áll", rendelkezik megfelelő szabad tőkével és képes az esetleges veszteségek ellenére is talpon maradni. Összességében a felvásárló vállalatoknál, a nettó profithányad alakulását tekintve, a felvásárlást követően visszaesnek az értékek, de ezt növekedés követi. Tehát a **növekedés jeleit már rövidtávon láthatjuk**. Szerintem a **vállalati felvásárlások részben növelik a jövedelmezőséget és az egyik elengedhetetlen eszköze a gazdasági növekedésnek a modern gazdaságban**.

ÖSSZEGZÉS ÉS JAVASLATOK

A vállalati felvásárlások szerves részét képezik a modern piacgazdaságnak. A felvásárlások nagyon változatosak, létrejöttének sokféle oka lehet. A felvásárlások és a fúziók fontosságát az is szemlélteti, hogy történelmünk során 5 nagy fúziós hullám lezajlott. Az itt végbemenő fúziók nagyon magas értéket képviselnek. A fúziók nagy volumene miatt vált egyre fontosabbá a fúziókontroll. A fúziókat és a felvásárlásokat a piaci egyensúly fenntartása érdekében szabályozni kell.

Dolgozatomban 47 céget tartalmazó adatbázis segítségével vizsgáltam a felvásárlások rövid távú pénzügyi hatásait. Az elemzéseknél a felvásárló vállalatok jövedelmezőségére koncentráltam. Megállapítottam azt, hogy többnyire pozitív hatásai vannak a felvásárlásoknak. A felvásárlást követően az adózott eredmény csökkent, de a felvásárlást követő évben már nagymértékben növekedett. Ez bizonyítja azt, hogy a felvásárlás költségei miatt értékben visszaesés történt, de az együttes működés értékeivel a jövedelmezőségi helyzet már javul. Összességében hasznos a felvásárlás a vállalatokra nézve, de nem szabad mindenáron a felvásárlás mellett dönteni. Meggondolatlan felvásárlást követően a cégek akár csődbe is juthatnak.

IRODALOMJEGYZÉK

Brealey-Myers (2011): Modern vállalati pénzügyek. Panem kiadó. Budapest, 988-991; 1001; 1009; 1013. oldal.

Dennis W. Carlton, Jeffrey M. Perloff (2003): Modern Piacelmélet. Panem kiadó. Budapest, 47; 54-55; 673-674. oldal.

Donald DePamphilis (2011): Mergers and Acquisitions basics, Elsevier Inc., 32-33. oldal

Katits Etelka (2007): A vállalati gazdálkodás alapjai. Saldo kiadó. Budapest, 350-351 oldal.

Katits Etelka (2010): A vállalati válság pénzügyi menedzselése. Saldo kiadó, Budapest, 155-156; 158-161; 164; 200. oldal.

Kucséber László Zoltán (2014): A határon átnyúló fúziók piaci és pénzügyi jellemzői Magyarországon, a külföldi közvetlen befektetések tükrében, 1; 3-4 oldal.

Kucséber László Zoltán (2013): A kartellezés és a fuzionálás jellemzőinek vizsgálata a magyar vállalatok körében 2. oldal

Patrick A. Gaughan (2007): Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructutings. John Wiley & Sons. Inc. kiadó. New Yersey, 8; 30-33; 36-37; 39-40; 42; 48; 54; 57-58; 60-61; 63; 65. oldal.

Vince Péter: Vállalatfelvásárlások egy kialakuló piacon. Közgazdasági Szemle, LVI. évf., 2009. január 71; 73-75. oldal.

1996. évi LVII. törvény a tisztességtelen piaci magatartás és a versenykorlátozás tilalmáról 24.§ (1) bekezdés

2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvből 3:44. § (1) bekezdés [Egyesülés]

<http://abszoluthozam.hu/tudastar/lexikon/merger.php> Letöltés ideje: 2014.09.30. 10:45

http://www.mfor.hu/cikkek/Vallalati_osszeolvasok_es_felvasarlasok.html?page=1 Letöltés ideje: 2014.09.30. 10:47 Cikk megírásának ideje: 2001. augusztus 15. szerda 13:00:00

<http://www.vg.hu/vallalatok/jo-uzlet-a-vallalati-osszeolvasas-429976> Letöltés ideje: 2014.09.30 10:51 Cikk megírásának ideje: 2014. október 19.

<http://ado.hu/rovatok/technologia/it-felvasarlasbol-volt-a-legtobb> Letöltés ideje: 2014.09.30.
10:56 Cikk megírásának ideje: 2014.09.15. 16:04

<http://www.hg.org/mergers-and-acquisitions.html> Letöltés ideje: 2014.10.27. 14:01

http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2013_Global_MandA_Financial_Advisory_Review.pdf, Letöltés ideje: 2014.10.17. 15:49

<http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html>, Letöltés ideje: 2014.10.07.
9:27

http://www.gyh.hu/szakmai_felhasznaloknak/osszefonodasok-fuziok Letöltés ideje
2014.10.16.

http://www.ksh.hu/apps/vb.teaor_main.teaor08_fa, Letöltés ideje: 2014.10.30. 10:30

www.imaa-

institute.org/images/figure_announced%20mergers%20&%20acquisitions%20(europe).jpg,
Letöltés ideje: 2014.10.07. 9:23