

GAZDASÁG & TÁRSADALOM

Journal of Economy & Society

TARTALOM

Durgula Judit – Fábíán Attila
Lámfalussy Sándor életútja és munkássága

Kovács Levente
A magyar bankszektor Európában

Juhász Zita – Kovács Róbert
A banki kockázatmenedzsment új irányjai a hazai és a nemzetközi gyakorlatban

Széles Zsuzsanna – Pataki László – Fóriánné Horváth Margit
A bázeli tőkeszabályozás múltja, jelene és jövője

Kovács Tamás – Szóka Károly
Belső kontrollfunkciók a pénzügyi intézményekben

Kenyeres Sándor – Vágyi Ferenc Róbert – Varga József
A számvitel és az adózás szerepe a globalizált világgazdaságban

Széles Zsuzsanna – Ambrus Rita – Tóthné Szabó Erzsébet
Számviteli és adózási szabályozás a hazai K+F tevékenység elszámolásában

Katits Etelka – Varga Eszter – Kucséber László Zoltán – Cziráki Gábor
Az innováció, az M&A és a portfóliómenedzselés

2016/3

Gazdaság & Társadalom

Journal of Economy & Society

Főszerkesztő / Editor: Prof. Dr. Székely Csaba DSc

Főszerkesztő helyettes / Deputy Editor: Prof. Dr. Kulcsár László CSc

Szerkesztőbizottság / Associate Editors:

Dr. Székely Csaba DSc • Dr. Fábián Attila PhD • Dr. Joób Márk PhD • Dr. Kulcsár László Csc • Dr. Juhász Zita PhD • Dr. Obádovics Csilla PhD • Törőné dr. Dunay Anna PhD

Tördel-szerkeszt / *Technical Editor:* Takács Eszter

Nemzetközi tanácsadó testület / International Advisory Board:

Prof. David L. Brown PhD (Cornell University, USA) • Dr. Csaba László DSc (Közép Európai Egyetem, Budapest) • Dr. Rechnitzer János DSc (Széchenyi István Egyetem, Győr) • Dr. Nigel Swain PhD (School of History, University of Liverpool, UK) • Dr. Caleb Southworth PhD (Department of Sociology University of Oregon, USA) • Dr. Szirmai Viktória DSc (MTA Társadalomtudományi Kutatóközpont, Budapest) • Dr. Irena Zavrl, Ph.D (FH Burgenland, University of Applied Sciences)

Közlésre szánt kéziratok / Manuscripts:

Kéziratokat kizárólag e-mailen fogadunk, nem őrünk meg, s nem küldünk vissza!
A kéziratok formai és szerkezeti követelményeit illetően **lásd a folyóirat hátsó belső borítóját.** / We accept APA style only.

A kéziratokat és a közléssel kapcsolatos kérdéseket a következő e-mail címre várjuk:
/ Send manuscripts and letters by e-mail only to: **zjuhasz@ktk.nyme.hu**

A közlésre elfogadott kéziratok összes szerzői és egyéb joga a kiadóra száll. / Acceptance of material for publication presumes transfer of all copyrights to the Publisher.

A kéziratok értékelésére a két irányban titkos lektorálási eljárást alkalmazunk: a tanulmányt két külső bíráló olvassa át, akik számára a szerző kiléte ismeretlen. Két irányban titkos eljárásról lévén szó, a folyamat egésze során a szerzők sem ismerhetik a lektorok kilétét (és a lektorok egymást sem). / The articles are reviewed using the 'Blind or Anonymous Peer Review'. This means that the content is reviewed by external reviewers and the author's identity is unknown to the reviewer. A double-blind peer-review process is where both the reviewer and the author remain anonymous throughout the process.

Ismeretítésre szánt könyveket az alábbi címre várjuk / Send books for review to:

Dr. Juhász Zita PhD

Nyugat-magyarországi Egyetem Közgazdaságtudományi Kar

Sopron Erzsébet u. 9.

9400 Hungary

Web oldal / Web page: <http://gt.nyme.hu>

Készült / Printed by: Palatia Nyomda és Kiadó Kft., 9026 Győr, Viza u. 4.

ISSN 0865 7823

Copyright © 2015 Nyugat – magyarországi Egyetem Kiadó

Gazdaság & Társadalom

8. ÉVFOLYAM

2016.

3. SZÁM

TARTALOM

| | |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| TANULMÁNYOK/STUDIES | 3 |
| Lámfalussy Sándor életútja és munkássága | |
| <i>Durgula Judit – Fábíán Attila</i> | 5 |
| A magyar bankszektor Európában | |
| <i>Kovács Levente</i> | 17 |
| A banki kockázatmenedzsment új irányjai a hazai és a nemzetközi gyakorlatban | |
| <i>Juhász Zita – Kovács Róbert</i> | 28 |
| A bázeli tőkeszabályozás múltja, jelene és jövője | |
| <i>Széles Zsuzsanna – Pataki László – Főriánné Horváth Margit</i> | 51 |
| Belső kontrollfunkciók a pénzügyi intézményekben – szabályozás és annak felépítése Magyarországon | |
| <i>Kovács Tamás – Szóka Károly</i> | 69 |
| A számvitel és az adózás szerepe a globalizált világgazdaságban | |
| <i>Kenyeres Sándor – Vágyi Ferenc Róbert – Varga József</i> | 83 |
| Számviteli és adózási szabályozás a hazai K+F tevékenység elszámolásában | |
| <i>Széles Zsuzsanna – Ambrus Rita – Tóthné Szabó Erzsébet</i> | 96 |
| Az innováció, az M&A és a portfóliómenedzselés, avagy a vállalati növekedés útjai | |
| <i>Katits Etelka – Varga Eszter – Kucséber László Zoltán – Cziráki Gábor</i> | 111 |
| ABSTRACTS IN ENGLISH | 139 |

Az innováció, az M&A és a portfóliómenedzselés, avagy a vállalati növekedés útjai

***Katits Etelka⁴⁵ – Varga Eszter⁴⁶ – Kucséber László Zoltán⁴⁷
– Cziráki Gábor⁴⁸***

ABSZTRAKT: Ahogyan a vállalati működésnek, a növekedésnek is léteznek fázisai: fellendülés, prosperálás és érettség, de nem feledkezhetünk el a növekedési válság periódusáról sem. Ezen kívül a növekedési létnek is van a belső és a külső módozata függvényében horizontális, vertikális és laterális iránya. Ebből eredően a vállalati növekedés realizálásának széles tárháza létezik. Ebből a tárházból a munkánkban 3 területet – innovációt, egyesülést és felvásárlást, valamint portfólióképzést – vizsgálunk eset- és adatbázis-elemzéssel. A tanulmányunk fókuszában a vállalati növekedés áll. Kísérletet teszünk az innováció és a portfólióképzés vállalati növekedésben betöltött szerepének magyarázatára, valamint az összeolvadások és felvásárlások, mint külső növekedési stratégia motivációjának feltárására. A kvantitatív elemzést nemzetközi és magyar empirikus vizsgálatok eredményeivel végezzük és hipotéziseinket igazoljuk.

KULCSSZAVAK: növekedés, innováció, M&A, aktív portfólióképzés

JEL kódok: M150, G30, G34

Bevezető gondolatok és kutatási célok

A kvantitatív növekedésen a gazdasági teljesítmény változását értjük, ami az előállított termékek és/vagy a nyújtott szolgáltatások pozitív változása, és amelyet a vállalati materiális és immateriális vagyonváltozás mérésével igazolhatunk (Katits–Szalka, 2014).

⁴⁵ Dr. Katits Etelka habilitált egyetemi docens, Nyugat-magyarországi Egyetem Lámfalussy Sándor Közgazdaságtudományi Kar, Pénzügyi és Számviteli Intézet (katits.etelka@nyme.hu)

⁴⁶ Varga Eszter PhD hallgató, Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar Gazdálkodástani Doktori Iskola (varga@ktk.pte.hu)

⁴⁷ Kucséber László Zoltán tanársegéd, doktorjelölt, Budapesti Gazdasági Egyetem Kereskedelmi, Vendéglátóipari és Idegenforgalmi Kar Közgazdasági Intézeti Osztály (kucseber.laszlo@uni-bge.hu)

⁴⁸ Cziráki Gábor PhD hallgató, Nyugat-magyarországi Egyetem Széchenyi István Gazdálkodás- és Szervezéstudományok Doktori Iskola (mrcziraki@gmail.com)

Katits és szerzőtársai (2014, 2015) több magyar vállalati eset⁴⁹ és adatbázis⁵⁰ elemzése alapján azt állítják, hogy a kvantitatív növekedést a vállalkozások az alábbi négy úton érhetik el:

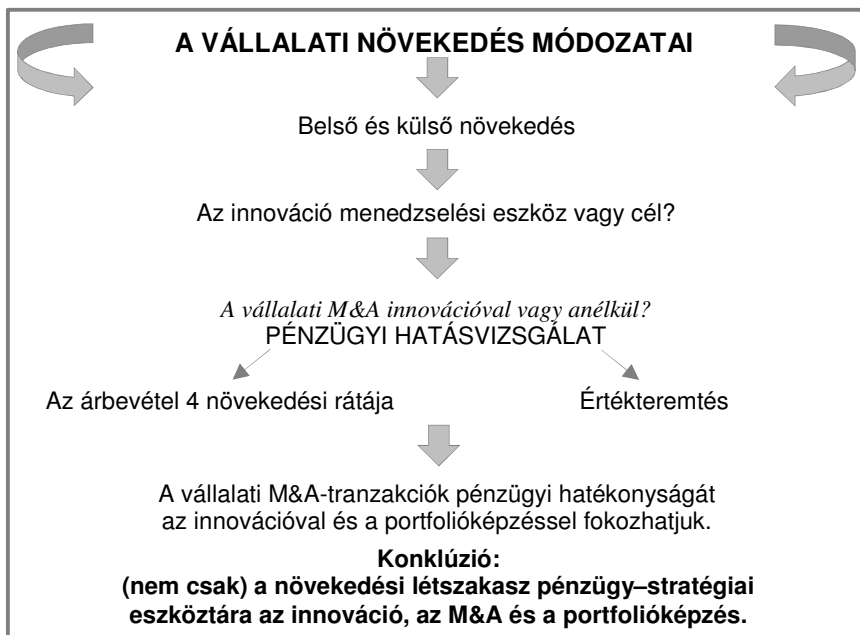
- ad1.** *Forgalomnövelés* – a vállalkozás képes több munkavállalót alkalmazni és több terméket gyártani a forgalom növelése érdekében. Ehhez több befektetés, amelyhez több finanszírozási forrás szükséges, így a mérlegfőösszeget emeli, s egyúttal a vagyoni helyzetet is erősíti. Itt a jövedelmezőség növelése érdekében azt várjuk el, hogy a (működési, nettó és tiszta) nyereségszintekben is növekedés legyen.
- ad2.** *Jövedelmezőség (működési, nettó és tiszta) növelése* – a vállalati vagyonkomponensek hozamerejének növelése a kulcsvevőkre és az alacsony fedezetű termékekre fókuszálva.
- ad3.** *Finanszírozási forrásbevonás (belső és külső)* – kockázatsökkentés a vállalkozás biztonságos működésének emelésével, ami lehetséges a tőkeköltségek csökkentésével (az adózási szempontból is legkedvezőbb) finanszírozási források használatával. A vállalati kockázat mérséklésével csekélyebb lesz a projektekkel kapcsolatosan elvárt megtérülési ráta, amely a diszkontráta mérséklésével jár, s így egyúttal a várható osztalékfizetések jelenértékét emelni fogja, ami szintén kedvező hatás a jelenben hozott pénzügyi döntések és a tulajdonosi tőke értékmegőrzése, a 'status quo' szempontjából.
- ad4.** *Hátszél* – „Meglovagolni a trendet.” A vállalkozás többé-kevésbé új irányba szeretné pozicionálni magát a környezeti és/vagy globális piaci trendek (még) jobb kihasználása érdekében, amelyhez egyrészt külső és belső partnerek támogatására, másrészt pedig nem egy alkalomra szóló pénzügyi forrás bevonására is szükség van. Ezt az utat a „nagyon mozgékony”, a változásokhoz alkalmazkodásra képes, innovatív és tőkeerős szervezet választja.

⁴⁹ Abo Mill Zrt., Albacomp Zrt., Barnevál Kft., Cerbona Zrt., Cornexi Zrt., E-Star Nyrt., Herz Zrt., Vectigalis Zrt.

⁵⁰ A csőd- és felszámolási eljárás alatt álló, 90 magyar termelő-kereskedő társaság esete. A nettó értékesítési árbevétel alapján a legnagyobb, közel 5 000 vállalkozás és a KKV-szektorba tartozó legnagyobb 2 775 vállalkozás, valamint a hazai top 100, 500 és a megyéenként top 1000 mérleg és eredménykimutatás tételei.

A kvalitatív növekedést a vállalati materiális és immateriális vagyonváltozás mellett szemléljük. Ebben az esetben érdemes előtérbe állítani az alábbi kvalitatív növekedési utakat:

- ad1.** *Struktúrajavítás* – például szelektív értékesítési politikával. Elemezzük a vevői kör, a termékválaszték és az értékesítési csatornák szerint elért eredményeket annak érdekében, hogy vállalkozásunk erejét koncentrálhassa azokra a részpiacokra, ahol a jövőben legnagyobb előnye származik. Egyszerűen fogalmazva: a rossz üzletet cseréljük jó üzletre!
- ad2.** *Termékek/szolgáltatások egyértelmű profilírozása és piacszegmentálása (részpiacok és piaci rések szerint)* – vagyis differenciáltabban kezelni a termékeket/szolgáltatásokat. Tehát koncentráljunk a teljesen világosan be(le)határolt vevői célcsoportok szükségletei még kedvezőbb módon történő kielégítésére!
- ad3.** *Innováció tökéletesen új termék és komplex rendszerek alkotásával* – a vevői célcsoportok behatárolásához lehetséges alternatíva. Egyszerűen fogalmazva: a termék helyett rendszert kínálni! A vizsgálatunk logikai menetét az 1. ábra mutatja.



1. ábra: A vizsgálat logikája és tartalma

Forrás: Saját szerkesztés

Mivel a 2007–2013 közötti uniós költségvetési ciklusban összesen 353 milliárd forintot használhattak fel a pályázók K+F+I célra, az új, 2014–2020-as fejlesztési ciklusban ennek több mint duplája, 750 milliárd forint jut innovációs célokra (index.hu, 2016), ezért kiemelten foglalkozunk az innováció által történő növekedés lehetőségével. A 1. táblázat szerint a vállalati növekedés belső és a külső módozata függvényében horizontális, vertikális és laterális iránya is létezik (Katits–Kucséber–Szalka, 2013), amelynek pénzügyi mérlegeléséhez teszünk javaslatokat és végzünk hazai eset- és adatbázis elemzéseket.

1. táblázat: A vállalati növekedés lehetséges útjai

| Irány | Horizontális | Vertikális | Laterális/ Konglomerátum |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|-------------------|-------------------------------------|
| Belső | Értékesítési expanzió azonos vagy hasonló termékkel | Funkcióbővítés | Diverzifikáció |
| A BELSŐ FINANSZÍROZÁSI ERŐ PRIMÁTUSA | | | |
| Külső | Azonos vállalat megszerzése | Integráció | Konzern |
| A BELSŐ FINANSZÍROZÁSI ERŐ ÉS A KÜLSŐ FORRÁSSZERZÉSI KAPACITÁS MEGFELELŐ KOMBINÁCIÓJA | | | |

Forrás: Katits–Kucséber–Szalka (2013)

Az innováció által történő növekedés

A Lisszaboni Stratégiában a tudásalapú gazdaság létrehozását tűzték ki célul, melyben a kibocsátás és a munkahelyteremtés növekedése hajtóerejének az innovációt tekintették. A hangsúlyt a radikális innovációt létrehozni képes fiatal, innovatív vállalatokra helyezték (Mina et al., 2013). Ezt a meggyőződést erősíti Schumpeter munkássága is, aki szerint az innováció a növekedés kimeríthetetlen forrása. Részben Schumpeter nyomdokaiban járva, a modern endogén növekedés elkötelezettjei az innovációt tekintik a termelékenység-növekedés egyetlen determinánsának állandósult állapotban (Brouwer, 2000). A véleményük az, hogy a fogyasztók a régi termékek új verzióját kedvelik (Huergo–Moreno, 2011). A termelékenység-növekedéssel együtt a fizikai tőkének, a humántőkének és -tudásnak is növekednie kell (Henrekson, 2005). Az új, neoklasszikus modell

szerint az innováció akkor hoz létre fenntartható növekedést, ha a humántőkében történő beruházás nem csökkenő megtérülésű, és ha az új projekt a korábban felhalmozott tudáson alapul (Brouwer, 2000). A kérdés az, hogy vajon a képzési rendszer tudja-e folyamatosan biztosítani azt a humántőkét, amely a radikális vagy inkrementális innovációt lehetővé teszi. Vajon vállalják-e a vállalatok a radikális innováció kockázatát, vagy inkább ösvényfüggő innovációk mellett kötelezik el magukat. Az is kérdéses, hogy a környezet mennyire tolerálja a bukást, ad-e második esélyt akár a vállalkozónak, akár az ötlet más módon történő megvalósításának.

Az innovációt motiváló külső változás lehet technológiai, jogi, politikai. A technológiai és a jogi változások a piaci részesedések instabilitását okozhatják, ki- és belépéseket eredményezhetnek (Mazzucato–Parris, 2015). Az iparági politika az innováción kívül hatást gyakorolhat a finanszírozásra és kereskedelemre (Yu et al., 2015). Az adózás pedig gátolhatja és elősegítheti a fiatal high-tech cégek innovációs tevékenységét (Nunes et al., 2013). Az iparági életciklus is hat a vállalat innovációs tevékenységére. Az életciklus elején a verseny a termékdifferenciáláson, majd később a folyamatinnovációon alapul (Stucki, 2013). A verseny egy termék dominánssá válása után élesedik részben az új piaci lehetőségek csökkenése folytán (Coad–Guenther, 2013). Tehát amíg az életciklus elején a termékinnováció, addig az életciklus későbbi szakaszaiban a folyamatinnováció érvényesül (Mazzucato–Parris, 2015).

A vállalatok belső motivációi között említhető a túlélés (Czarnitzki–Delanote, 2012), amely az innovatív vállalatokat gyors növekedésre sarkalja (Brouwer, 2000), a kisebb cégeket pedig a túlélést biztosító méretgazdaságossági szint elérésére ösztönözi, amelyet követően a cél a profitmaximalizálás lesz (Nunes et al., 2013). Az innovációt motiváló célok között megjelenik az új piac létrehozása, amelyet a kis és fiatal cégek valósíthatnak meg radikális innováció által (Czarnitzki–Delanote, 2012). Kevésbé nagyratörő célként a rés piacra lépés jelenik meg a kkv-k diverzifikációs stratégiájaként (Serrasqueiro et al., 2010). A piaci részesedés növelése is motiválhatja az innovációt. A jogi és technológiai változások a piaci részesedés instabilitását okozhatják elsőként a termék-, később a folyamatinnováció formájában (Mazzucato–Parris, 2015). A piaci részesedés a produktívabb cégek irányába rendeződik át (Yu et al., 2015), amelynek során akár a korai adaptálók is elveszíthetik versenyelőnyüket (Brouwer, 2000). A nagyobb cégek piaci részesedésük megőrzése érdekében inkrementális innovációt hajtanak végre (Czarnitzki–Delanote, 2012), amely

megfelelő stratégiának bizonyulhat folyamatinnováció esetén. Vajon ez elegendő a termékinnováció időszakában? Megváltozhat a piaci részesezés a vállalati M&A (Mergers & Acquisitions = egyesülések és felvásárlások) tranzakciók végrehajtása után, amelyek célja a méretgazdaságossági és hálózati hatások kihasználása (Gantumur–Stephan, 2011). Az M&A ügyletekben az üzletfelek szembe néznek az információs aszimmetria problémájával, de ebben az esetben a stratégiai kockázattal is számolni kell, amely a nem megfelelő diverzifikációs stratégiához köthető. Tehát a cégeknek fel kell ismerni az innováció és a piac nyújtotta lehetőségeket. Ez a menedzsment figyelmét igényli, amely a növekedési kényszer enyhülése után más lehetőségek keresésére fogékonyabb.

Czarnitzki és Delanote (2012) fiatal, flamand, innovatív cégeket vizsgáltak 2001 és 2008 között. Fagiolo és Luzzi (2006) olasz gyártó cégek finanszírozásának a korlátait vizsgálták 1995 és 2000 közötti időszakban. Gantumur és Stephan (2011) telekommunikációs cégek M&A tranzakcióit vizsgálták innovációs tevékenység figyelembe vételével 1987 és 2004 közötti mintán. Mazzucato és Parris (2015) olyan gyógyszergyártó cégeket vizsgáltak 1950 és 2007 közötti időszakban, amelyek az Észak-Amerika tőzsdén kereskedtek. Mina és szerzőtársai (2013) gyártó és üzleti szolgáltatásokat nyújtó kkv-kat vizsgáltak az Egyesült Királyságban és az USA-ban. Serrasqueiro és szerzőtársai (2010), Nunes és szerzőtársai (2013) portugál kkv-kat vizsgáltak 1999 és 2006 között. Segarra és Teruel (2014) spanyol gyártó és szolgáltató szektorhoz tartozó magas növekedésű és nem magas növekedésű cégeket vizsgáltak a 2004 és 2008 közötti adatokkal.

Gibrat törvénye szerint a növekedés független a vállalati mérettől. A törvényt nagyobb cégek esetén igazolták, de kisebb cégek esetén nem. A kisebb és fiatalabb cégek igyekeznek elérni a túléléshez szükséges méretet, ezért növekedési pályára lépnek (Nunes et al., 2013), a túléléshez szükséges méret elérése után a növekedési kényszer megszűnik, s ezután negatív kapcsolatot várnak a vállalati méret és kor, valamint a vállalat növekedés között (Serrasqueiro et al., 2010). A vizsgálatok igazolták a negatív kapcsolatot a vállalati méret és a vállalati növekedés (Mazzucato–Parris, 2015; Segarra–Teruel, 2014; Fagiolo–Luzzi, 2006; Nunes et al., 2013; Serrasqueiro et al., 2010), illetve a vállalati életkor és a vállalati növekedés (Segarra–Teruel, 2014; Fagiolo–Luzzi, 2006; Nunes et al., 2013; Serrasqueiro et al., 2010; Czarnitzki–Delanote, 2012) között.

Az innovatív cégeknél magasabb az egy főre jutó K+F beruházás (Segarra–Teruel, 2014), kiemelt jelentőségű a tudás- és humánerőforrás intenzitás (Mina et al., 2013), a tanulási készség (Nunes et al., 2013), a tudásfelhalmozási és a felszívó képesség (Gantumur–Stephan, 2011). Ugyanakkor az egyedi kockázat és az információs aszimmetria korlátozza, a szabadalmi állomány viszont megkönnyíti a finanszírozási forrásokhoz való hozzájutást (Mina et al., 2013). Az innovációs potenciált mérő determinánsok között az innovációs perzisztencia nem szignifikáns (Mazzucato–Parris, 2015). A munkatermelékenység és a vállalati növekedés között Nunes és szerzőtársai (2013) pozitív kapcsolatot találtak az idős kkv-k és a high-tech cégek estén. Gantumur–Stephan (2011) megállapították azt, hogy a szabadalmi állomány nagysága és a K+F intenzitás ösztönzi a cégeket az M&A-ban való részvételre, és az összeolvadás után intenzívebb a szabadalmak létrejötte. Segarra–Teruel (2014) megállapították azt, hogy a magas egy főre jutó K+F kiadás növeli annak az esélyét, hogy a cég magas növekedésűvé váljon. Nunes és szerzőtársai (2013) pedig azt állapították meg, hogy a K+F intenzitás pozitívan hat a vállalati növekedésre, míg Serrasqueiro és szerzőtársai (2010) ugyanezt azoknál cégeknél tapasztalták, amelyek a medián vagy a feletti kvantilishez tartoztak. Mazzucato–Parris (2015) a K+F intenzitás és a vállalati növekedés között pozitív kapcsolatot találtak az 1980 előtti időszakban a 20-ad rendű kvantilishez tartozó cégek, az 1980 utáni időszakban a medián és a feletti kvantilishez tartozó cégek esetén.

A finanszírozási forrásokhoz történő hozzájutást nehezíti az információs aszimmetria és a csőd bekövetkezésének valószínűsége miatt a magas kamat (Nunes et al., 2013), amely gátolja a gyors változásokhoz való alkalmazkodást (Nunes et al., 2013; Serrasqueiro et al., 2010). Mina és szerzőtársai (2013) a finanszírozási forrásokhoz jutással kapcsolatban megállapították azt, hogy nincsen szignifikáns kapcsolat a szabadalmi állomány és a külső forrásokhoz való hozzájutás között, míg negatív a kapcsolat a K+F intenzitás és a külső forrásokhoz való hozzájutás között a hosszú törlesztési időszakból eredő kockázat miatt. Viszont pozitív kapcsolatot állapítottak meg a növekedési ambíciók és a külső forrásokhoz jutás között. A belső és külső finanszírozási források rendelkezésre állása fontos a cégek számára. A fiatal kkv-k a belső finanszírozási forrásokra helyezik a hangsúlyt, mivel korlátozott a külső finanszírozásokhoz való hozzájutás. Nunes és szerzőtársai (2013) és Serrasqueiro és szerzőtársai (2010) pozitív kapcsolatot találtak a kkv-k belső forrásai és a növekedés között. Nunes és szerzőtársai (2013)

pozitív kapcsolatot állapítottak meg a külső forrás és a vállalati növekedés között fiatal kkv-k és idős high-tech kkv-k között.

A választott téma nemzetközi szakirodalmának áttekintését követően megfogalmazzuk a **H1-hipotézist: A vállalati növekedés ellentétesen változik a vállalati életkor emelkedésével és a vállalati mérettel.**

„Az M&A ügyletek az innovációért!” – A vállalati növekedés egyik útja

A előző fejezetben közölt Gantumur és Stephan (2011) szerzőpáros igazolta azt, hogy az innováció ösztönözi a cégeket az M&A ügylet realizálására.

Az 1. ábra szerint Európában nagyszámú M&A tranzakció történt a 2000-es évektől kezdődően (IMMA, 2016). Magyarországon a rendszerváltozást követő időszakot a privatizációs kivásárlások jellemezték, azonban a 2000-es évektől hazánkban is az M&A tranzakciók erőteljes növekedésnek indultak. Az Európai Unió bővítése jelentős hatást gyakorolt az M&A folyamatok bővülésére (Sinkovits, 2010). 1997 és 2015 között 786, a Gazdasági Versenyhivatal (a továbbiakban GVH) által engedélyköteles M&A tranzakció történt Magyarországon (Kucséber, 2015).

Az M&A ügyletek számának emelkedése mögött a méret- és választékgazdaságosság elérése, az iparágból történő kivonulás, az irányítási hatékonyság és a növekvő piaci erő elérése áll (Wish, 2010, p. 800.). Az M&A tranzakciók előnyei közé tartozik az, hogy az üzletmenet hatékonysága javul. Sinkovics (2010, p. 70.) szerint: „A felvásárlás következtében, a nagyobb termelési–szolgáltatási mérettel járó fajlagos fix költségmegtakarítás miatt, a termékek és a szolgáltatások önköltsége csökken.” A termelőeszközök egyesítése következtében javul az előállítás költséghatékonysága, mert a rendelkezésre álló technológiákat átszervezik, és az erőforrásokat átcsoportosítják. Copeland és Weston (1992, p. 677.) a fúziót, mint az egyik legfontosabb szerepet játszó tényezőt említi a vállalatok növekedésében. Katits és szerzőtársai (2013, I. Melléklet) az M&A ügyleteket a vállalati növekedés külső módozatának tekintik. Az M&A ügyletek népszerű üzleti stratégiává váltak azoknak a vállalatoknak az esetében, amelyek nem csak új piacokra kívántak betörni, hanem az M&A ügyletekkel új technológiákhoz és tudáshoz kívántak jutni (Frederiksen, 2016).

Így a technológiai ágazatokban elterjedt „Az innováció vezérelt M&A stratégia”.

Az egyesült vállalatok kiemelkedő innovációs teljesítménye felkeltette a kutatók figyelmét: Colombo és Garonne (2006) eredményei szerint az ugyanazzal a technológiával rendelkező cégek között létrejövő M&A ügyletnek kedvezőtlen hatása van a K+F tevékenységekre, összehasonlítva azokkal az M&A ügyletekkel, amelyekben olyan cégek egyesülnek, amelyek technológiái nem egyeznek meg, csupán kiegészítik egymást. A szerzőpáros vizsgálta a versenytársak és a nem versenytársak között létrejövő M&A ügyletek hatását az egyesült cégek innovációs potenciáljára is. Amíg a nem versenytársak között létrejött M&A ügyletnek pozitív hatása van az egyesült cég K+F tevékenységére, addig ez nem érvényes a versenytársak között létrejövő M&A ügyleteknél. Bena és Li (2014) szerint azok a cégek, amelyek jelentős szabadalmakkal rendelkeznek és ezzel együtt alacsonyak a K+F ráfordításaik, nagyobb valószínűséggel válnak felvásárló cégekké. Azok a cégek, amelyeknek magasak a K+F ráfordításaik, de az innovációs eredményeik gyengék, céltársaságokká válnak. Az egyesült cég innovációs potenciáljának létrehozásában és erősítésében fontos szerepet játszik a tudástranszfer. Hiába a magas K+F ráfordítás akkor, ha az egyesült cég munkavállalóinak, egzisztenciális félelmek miatt, ellenérzéseik vannak az új együttműködéstől. Chua és Goh (2009) „*Why the whole is less than the sum of its parts: Examining knowledge management in acquisitions*” című cikkében ismertetett egy M&A esetet. Csapatépítő rendezvényeket rendeztek, amelyeknek a célja az volt, hogy közelebb hozza egymáshoz az egyesült cégek munkatársait, azonban kezdetben mind a két fél részéről bizonytalanság volt. A felvásárló vállalat vezetősége egy év időkeretet határozott meg az új technológiák kifejlesztésére a céltársaság szabadalmainak segítségével. A cél még 2 év után sem valósult meg a következő okok miatt: a felvásárolt vállalatnál egy teljes osztály munkatársai felmondtak, illetve elbocsátották őket; a korábbról „örökölt” ügyfelek elmaradtak; a megszerzett szervezeti tudás megsemmisült; a technológiai különbségek és a két szervezet tudásmenedzsment-folyamatainak különbözőségei. Láthatjuk azt, hogy a felvásárlás sikertelenségét befolyásoló okok között olyan is van, amelyik egy szervezeten belüli tényező. DiGeorgio (2003) „*Making mergers and acquisitions work: What we know and don't know?*” című cikkében azt javasolja, hogy hozzunk létre egy olyan integrációs teamet, amelynek a vezetője azt a fel-

adatot kapja, hogy befolyásolni kell a változásban érintetteket, meghallgatni az alulról érkező üzeneteket, ötleteteket és a felvásárlásban érintettek kérdéseit. A tudásmenedzsment infrastruktúrája és az integrációs mechanizmusok adta lehetőségek kihasználása után az egyéneken van a sor a tudás megosztására és használatára.

Ezek után megfogalmazzuk a **H2-hipotézist: Az M&A ügyletek, az egyesült vállalkozások növekedése által, emeli az innovációs teljesítményét.**

A portfólióképzés szerepe a vállalati növekedésben

Ludwig von Bertalanffy (1956) rendszerelméletében a szervezet vagy részegysége képességei közé tartozik a rugalmasság és a döntési szabadság. Éppen ettől tekinthetjük szervezetnek! A portfólió a befektetésre szánt elemek összessége (Ulcsák, 2013). A portfólióképzés célja a kockázatkerülés vagy a hozammaximalizálás. Amíg a diverzifikációs elmélet szerint a befektetésre szánt összeget 4-5 részre érdemes osztani annak érdekében, hogy ezzel kiszűrjék a piacokban rejlő kockázatot (Swensen, 2015), addig a fókuszáló (koncentráló) stratégia hívei Warren Buffet szavait osztják: „*Bármikor szívesen lecserélünk egy magas hozamot egy biztonságos hozamra.*” (Hagstrom, 2013).

Minden rendszer globális és lokális elemek kölcsönhatásán nyugszik (Gleick, 1991), így a portfóliómenedzsment egy pénzügyi rendszert kezel a szervezet lokális potenciáljának és a tőkepiac globális potenciáljának kombinálásával. Jach Welch, a General Electric legendásan híres elnöke szerint az állandóan változó modern világban „*a reakció fontosabb az előrejelzésnél*”. A rendszerek rendelkeznek a spontaneitás képességével, s ez teszi őket öfenntartóvá és önfejlődővé (László, 2001). A portfólió az az eszköz, amely biztosítja a tőke számára a dinamikus igazodást (reakcióképességet) az őt körülvevő rendszerhez. Annak érdekében, hogy kinyerjük a rendszerekben rejlő önszervezés képességét, világos célokra és döntési szabadságra egyidejűleg szükség van. Egy optimális portfólió egy pénzügyi ág a szervezet törzsén, amely világosan definiált célokat szolgál, miközben bizonyos fokú döntési szabadságot élvez az elemeinek variációjában. Margaret J. Wheatley a hatékony önszervezés két feltételeként az önismeretet és a szabadságot definiálja. Tehát egy portfólió akkor járulhat hozzá egy szervezet alaptevékenységének kiszolgálásához, ha pénzügyi rendszerként döntési szabadsága van a kezelt vagyon felett. Karl Weick

szerint a hosszú távú tervezésben – noha látszólag a környezet igényeinek kívánunk megfelelni – szándékainkon keresztül valójában mi alakítjuk ki a környezetet. A stratégiai tervezés helyett stratégiai gondolkodásra, éppen időben érkező „just-in-time” stratégiára van szükség. A vagyoni aktív kezelése azt jelenti, hogy reakcióképes állapotban tartjuk, és lehetőségeinkhez mérten, gyarapítjuk a rendelkezésre álló tőkét. A portfólió elemek kombinációja több a részek összegénél, rendszerként rendelkezik a spontaneitás és az önfejlesztés képességével. Azok a piaci szereplők, akik felismerik azt, hogy a tőkepiac adta globális lehetőségeket a likvid eszközökkel kihasználhatják, versenyelőnyben vannak az ezt ki nem használókkal szemben. A jövőben pedig mind inkább már a versenybe lépés kritériuma lesz minden szervezet számára az, hogy aktív vagyongazdálkodással alternatív, tőkepiaci forrásokat vonjon be saját finanszírozásába. A helyzet szüli a stratégiát, ezért egy optimális portfólió különböző (rövid, közép és hosszú) időtávon realizál profitot, amelyet a rendelkezésre álló vagyoni és a támasztott kifizetési elvárások is befolyásolnak.

Tételezzük fel azt, hogy 300 egységnyi tőkét helyeztünk el ebben a két indexben egy portfólió részeként az elmúlt öt éves időszakban! Ha a portfóliót egyenlő arányban rendeztük be, akkor 48%-os hozamrátát, míg ha kétharmad-egyharmad arányban osztottuk meg a pénzünket, akkor a szerint, hogy az első, vagy a második indexbe helyeztünk több pénzt, 42%-os és 54%-os hozamráta keletkezett a portfólióban szereplő indexek hozamainak a súlyozott átlaggal történő számításával. Ez a példa egy hosszú távú befektetést szemléltet, s megállapíthatjuk azt, hogy a két elem külön hozama a diverzifikációval kiátlagolja egymást, nem éri el sem az egyik, sem a másik szélsőértéket, így zárja ki a piaci kockázatot. Öt éves távot vizsgáltunk, azonban az indexek év közbeni volatilitása a kapott hozamoknál jóval nagyobb vagy kisebb értéket is eredményezhet, ha a portfóliót időközben aktívan kezelték. Példánk a hosszú távon elosztásból fakadó globális növekedési lehetőséget tárta fel, mivel a két piac mozgása azonban év közben is produkál kilengéseket, így apró hozamok sorozatos realizálásával – azaz a portfólió aktív menedzselésével – a piaci átlagnál magasabb hozam sem kizárt.

Itt megfogalmazzuk a **H3-hipotézist: Az értékpapírpiac elérése, erőteljes kapitalizációja egyfelől megkönnyíti a forráshoz jutást, másfelől megtakarítási lehetőségként is szolgál. A tranzakciók kevésbé időigényesek a banki forráshoz jutás esetéhez képest, így lehetővé teszi a változó környezethez történő alkalmazkodást.**

A hipotézisek tesztelése

A vizsgálódásainkat a **H1-hipotézis** tesztelésével kezdjük. Az elemzéshez azokat a cégeket választottuk, amelyek fő tevékenysége a gyógyszerkészítmény-gyártás, birtokolnak szellemi terméket és vagyoni értékű jogokat vagy kísérleti fejlesztés aktivált értékét, a 2015. évi eredménykimutatásuk adózott eredményt mutat, valamint részvénytársasági formában működnek. A vállalatok többsége meglévő jogi formájukban működik a rendszerváltás óta, de hosszú történelmi múltra is visszatekint. A vállalatok közül egy, az Organica Nutrition Zrt. 2015-ben született. Az életkor előre haladtával a vállalatok egyre több eszközt és belső finanszírozási forrást halmozhatnak fel. Ugyanakkor a túlélést biztosító vállalati méret elérése után a növekedési kényszer enyhül, és másféle prioritások fogalmazódhatnak meg.

A 2. táblázat a vállalatok életkorát, a 2015-ben alapított Organica Nutrition Zrt.-hez viszonyított vállalati méretet és a legmeghatározóbb eszközcsoportokat mutatja. A táblázat adatai szerint a vállalati életkorról együtt a vállalati méret is növekszik. A vállalatok többségénél a tárgyi eszközök képviselik a legnagyobb arányt az összes eszközön belül. A legkisebb, 19%-os aránnyal a Richter Gedeon, a legnagyobb, 50%-os aránnyal a Bioextra rendelkezik. A TEVA esetében a befektetett eszközök aránya 73%-ot tesz ki az összes eszközön belül, s a befektetett eszközök meghatározó hányada kapcsolt vállalkozásnak adott tartós kölcsön. A Naturland esetében 48%-os a pénzeszközök aránya az összes eszközön belül, amely a statikus (időponti) likviditás sikeres jelzője, továbbá a nagyon kedvező 2%-os mérleg szerinti eszközarányos készletértéke arra enged következtetni, hogy a készletforgása megfelelő. A Béres családi vállalkozásban a követelések aránya 35%-ot képvisel az összes eszközön belül.

2. táblázat: A vizsgált vállalatok jellemzői

| A vállalat neve | A vállalat életkora | Az Organica Nutrition Zrt.-hez viszonyított vállalati méret | Fő eszközcsoport I. | Fő eszközcsoport II. | Fő eszközcsoport III. |
|-----------------|---------------------|-------------------------------------------------------------|-------------------------------|----------------------|-----------------------|
| TEVA | 26 | 238 062 | befektetett pénzügyi eszközök | követelések | tárgyi eszközök |

| | | | | | |
|-----------------|----|---------|-----------------|-----------------|-------------------------------|
| Richter Gedeon | 25 | 131 057 | tárgyi eszközök | követelések | immateriális javak |
| Chinoin | 25 | 24 513 | tárgyi eszközök | követelések | készletek |
| Egis | 24 | 43 339 | tárgyi eszközök | pénzeszközök | követelések |
| Herbária | 22 | 462 | tárgyi eszközök | készletek | befektetett pénzügyi eszközök |
| ExtractumPharma | 22 | 430 | tárgyi eszközök | pénzeszközök | készletek |
| Béres | 15 | 2 763 | követelések | tárgyi eszközök | befektetett pénzügyi eszközök |
| Bioextra | 6 | 239 | tárgyi eszközök | készletek | követelések |
| Natureland | 4 | 67 | pénzeszközök | követelések | tárgyi eszközök |

Forrás: saját szerkesztés az Opten Light és az e-beszámoló adatai alapján

A második legnagyobb értéket képviselő eszközcsoport nagyobb változatosságot mutat. A négy legrégebben alapított vállalat és a legfiatalabb Natureland esetében a követelések képviselik a második legnagyobb eszközértéket. A TEVA cégben a legkisebb ez az arány, ami 10%, míg a Natureland társaság mérlegében a legnagyobb arányú, vagyis 29%. Felvetődik a következő kérdés a Natureland esetében: ha gyorsabb lenne a követelésbehajtás, akkor a rendelkezésére álló pénzeszközállományt mire használná fel? A tárgyi eszközök összes eszközön belüli aránya elmarad a többi vállalat tárgyeszköz-arányától, így lehetséges lenne az, hogy kapacitásbővítő beruházásokra fordíthatná. Az Egis és az ExtractumPharma cégek mérlegében a pénzeszközök állománya a második legnagyobb értéket képviseli, amely rendre 25% és 22%. A készletek és követelések állománya magasabb a Natureland mérleg szerinti értékeihez képest. A Herbária és a Bioextra mérlegében a készletek aránya 20% feletti, a követelések aránya szinte megegyezik 15% és 14%. Az a különbség a két vállalat között, hogy a Herbária alacsonyabb pénzeszköz-szinttel rendelkezik és magasabb a befektetett pénzügyi eszközök aránya, vagyis hosszabb távra lekötött pénzeszközöket. A Natureland 29%-os eszközarányos követelés-szinttel rendelkezik, vagyis a behajtási periódus hosszú, amely alátámasztja a kezdő vállalkozás alacsonyabb alkupozícióját.

A harmadik legnagyobb értéket képviselő eszközcsoport még nagyobb változatosságot mutat, így nem rajzolódik ki vállalati életkor szerinti minta. A Chinoin, az Egis, az ExtractumPharma és a Bioextra cégek esetében a forgóeszközök, a TEVA, a Richter Gedeon, a Herbária, a Béres és a Natureland cégek esetében a befektetett eszközök tartoznak ebbe a csoportba. A Herbária és a Béres cégek befektetett pénzügyi eszközei képviselik a harmadik legnagyobb arányt az összes eszközön belül, emiatt azt

valószínűsítjük, hogy a túlélést biztosító vállalati méret elérése után a forrásokat megtakarításra fordítják, így kisebb növekedési ütem elérésére számíthatunk. A Naturelandnál felvetődött korábban az a kérdés, hogy gyorsabb követelésbehajtás mellett vajon növelné-e tárgyieszköz-állományát, amely 15%-os arányt képvisel az összes eszközön belül. A TEVA mérlegében a pénzügyi eszközök 73%-os aránya és a 9%-os tárgyieszköz-arány szokatlanul alacsonynak véljük, itt a kapcsolati háló vizsgálatával kaphatnánk teljes képet. A Richter Gedeon mérlegében 14%-os az immateriális javak aránya, amelynek több mint a fele vagyoni értékű jog. A Chinoin és az ExtractumPharma esetében a készletek, az Egis és a Bioextra esetében a követelések tartoznak ebbe a csoportba.

A vállalati életkor és a vállalati méreten kívül a befektetett pénzügyi eszközök is utalhatnak a növekedési kényszer csökkenésére, így a TEVA, a Herbária és a Béres cégek esetében kisebb növekedési rátát feltételezünk. Ezzel szemben az alacsony készletszint gyorsabb bevételgenerálásra utal, amely kulcsfontosságú a növekedési kényszer fennállásakor. A készletszint a legalacsonyabb a Natureland, a TEVA, a Richter Gedeon és a Béres cégek mérlegében, rendre 2%, 5%, 6% és 10%, ezért magasabb növekedési rátát feltételezünk. Ellenmondás mutatkozik a TEVA és a Béres esetében. Vizsgáljuk meg azt, hogy az adatok melyik feltételezést erősítik meg!

Az értékesítés nettó árbevételének növekedési rátája a Richter Gedeon Zrt. esetében 7%-os és a Natureland Zrt. esetében 4%-os. A vállalatok többségénél növekedést tapasztalunk, ez alól kivételt képez az Egis és az ExtractumPharma Zrt. Az Egis eredménykimutatásában a belföldi értékesítés nettó árbevételének növekedését meghaladó ütemben csökkent az exportértékesítés nettó árbevétele, az ExtractumPharma esetén viszont a belföldi értékesítés nettó árbevétele csökkent, amelyet az exportértékesítés nettó árbevétel-növekedése nem tudott kompenzálni.

3. táblázat: Az egyes vállalatok növekedési rátái

| Cégnév | Az ÉNÁ növekedési rátája | IGR | SGR |
|----------------|--------------------------|-------|-------|
| TEVA | 0,072 | 0,082 | 0,166 |
| Chinoin | 0,137 | 0,024 | 0,044 |
| Richter Gedeon | 7,045 | 0,069 | 0,084 |
| Egis | -0,010 | 0,002 | 0,002 |

| | | | |
|------------------------|--------|-------|--------------|
| <i>ExtractumPharma</i> | -0,068 | 0,043 | 0,058 |
| <i>Herbária</i> | 0,036 | 0,031 | 0,043 |
| <i>Béres</i> | 0,148 | 0,077 | 0,145 |
| <i>Bioextra</i> | 0,105 | 0,080 | 0,164 |
| <i>Natureland</i> | 4,003 | 0,093 | 0,508 |

Forrás: saját szerkesztés e-beszámoló adatai alapján

A 3. táblázat IGR (Internal Growth Rate) belső növekedési ráta (Chandra, 2011, pp. 123-124.)⁵¹ oszlopában azt látjuk, hogy az értékesítési árbevétel alapján a szürkével jelölt cégek kizárólag a mérleg szerinti eredményből nem vagy csak nagyon kis mértékben tudnak értékesítési árbevétel növelni.

⁵¹ A belső növekedésre akkor képes a vállalat, ha teljes mértékben külső források igénybe vétele nélkül, önfinanszírozó módon éri el, vagyis a finanszírozási források kizárólag a profitvisszatartásból származnak.

$$IGR = \frac{\frac{Net\ Profit}{Assets} \times \frac{Retained\ Profit}{Net\ Profit}}{1 - \frac{Net\ Profit}{Assets} \times \frac{Retained\ Profit}{Net\ Profit}} = \frac{ROA \times b}{1 - ROA \times b}$$

Az SGR (Sustainable Growth Rate) fenntartható növekedési ráták (Chandra, 2011, pp. 125-126.)⁵² esetében sem sokkal kedvezőbb a helyzet. Abban az esetben, ha az adott évi mérleg szerinti forrásszerkezet fenntartásához szükséges értékesítési árbevételnél magasabb értékesítési árbevétel-növekedési rátát értek el, akkor pótlólagos külső – leggyakrabban idegen – forrással bővült a forrásszerkezet. Az utóbbi években ebbe a körbe tartoznak a TEVA, az Egis és az ExtractumPharma, a Herbária és a Bioextra cégek, amelyeket feketével emeltünk ki. A 3. táblázatban körrel kiemelt értékek a legmagasabbak az adott növekedési típusban.

A belső és a fenntartható növekedés esetén a **H1-hipotézis igazolódott**. A TEVA Zrt. mellett a 2000. évet követően alapított három vállalat emelkedik ki, alátámasztva a fiatalabb cégek nagyobb növekedésre való hajlamát a túlélés céljából. A TEVA cégnél a készletforgás melletti érv érvényesült. A Chinoin Zrt. és az Egis Zrt. érték el a legalacsonyabb IGR- és SGR-rátákat, amely alátámasztja a nagy cégek és a növekedés közötti kapcsolatot. A Herbária mérlegében a befektetett pénzügyi eszközök 16%-os aránya az összes eszközön belül, igazolja a növekedési kényszer alacsonyabb szintjét. Az ExtractumPharma mérlegében a készletek és a követelések csaknem 35%-os aránya azt jelzi, hogy van lehetőség nagyobb készpénzgenerálásra akkor, ha nagyobb növekedési kényszer alatt állna.

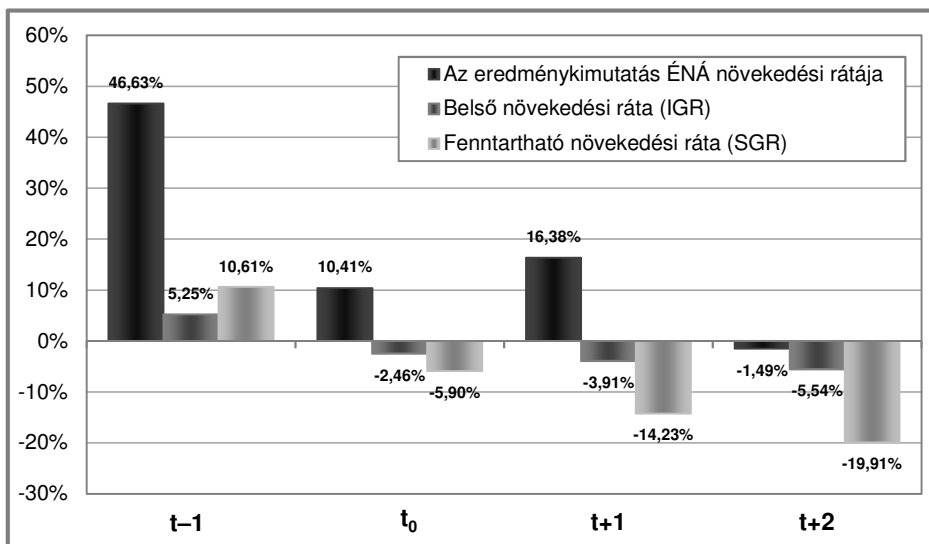
A **H2-hipotézis** teszteléséhez a 2007 és 2013 között, a GVH által engedélyköteles tizenhat M&A tranzakcióban résztvevő cégfelvásárló vállalat mérleg- és eredménykimutatás adatait használjuk. Az M&A ügyletek és a vállalati növekedés kapcsolatát az IGR- és az SGR-értékek alakulásával mérjük az eredménykimutatás sorában levő ÉNÁ (értékesítés nettó árbevétele) növekedési rátájának változása függvényében. Az M&A ügyletek hatását az egyesült cégek innovációs teljesítményére a mérleg szellemi termékek sorának változásával vizsgáljuk.

⁵² A vizsgált cég tőkeszerkezete úgy marad változatlan, hogy nem bocsát ki – nyilvánosan – új, pótlólagos részvényeket. Ez tehát olyan növekedés, amely új saját tőke bevonása nélkül, a hosszú lejáratú kötelezettségek és a saját tőke arány megtartása mellett érhető el.

$$SGR = \frac{\frac{Net\ Profit}{Equity} \times \frac{Retained\ Profit}{Net\ Profit}}{1 - \frac{Net\ Profit}{Equity} \times \frac{Retained\ Profit}{Net\ Profit}} = \frac{ROE \times b}{1 - ROE \times b}$$

A 2000. évi C. törvény szerint szellemi termékek közé soroljuk a következőket:

- az iparjogvédelemben részesülő alkotások (különösen: szabadalom, használati minta, formatervezési minta, know-how, védjegy, földrajzi árujelző, kereskedelmi név);
- a szerzői jogvédelemben részesülő szerzői művek és szomszédos jogok (különösen: szoftvertermékek, műszaki tervek);
- a jogvédelemben nem részesülő, de titkosságuk révén monopolizált szellemi javak, függetlenül attól, hogy használatba vették-e azokat vagy sem.



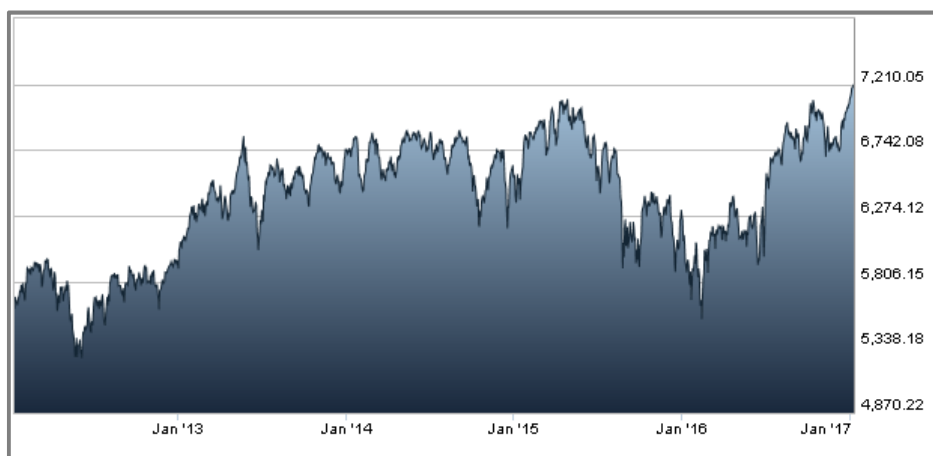
2. ábra: Az eredménykimutatás ÉNÁ-, az IGR- és SGR-ráták alakulása az M&A ügyletet előtt és után

Forrás: saját szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján

A 2. ábra alapján megállapítjuk azt, hogy az IGR- és SGR-ráták a fúzió után minden vizsgált évben negatívak voltak és romló tendenciát mutattak. Az M&A ügyletet megelőző évben, az M&A évében és az M&A ügyletet követő első évben az ÉNÁ növekedési ráták meghaladták az IGR és a SGR növekedési rátákat. A vizsgált években a számított IGR-ráta nem éri el az eredménykimutatás ÉNÁ növekedési rátáját, amelyből arra következtünk, hogy a növekedést külső finanszírozási forrással (legfőképpen idegen forrásból) valósították meg.

A szellemi termékek nagysága az M&A ügyletet követő első évben 181 százalékkal növekedett, míg a második évben 17 százalékkal csökkent az első évhez képest. A **H2-hipotézist csak részben fogadhatjuk el**, mivel az M&A ügyleteket követően mind az ÉNÁ növekedési rátái, mind az IGR- és a SGR-ráták csökkenő tendenciákat mutatnak, sőt, a veszteséges működés miatt növekedni sem lehetett. Ellenben a szellemi termékek növekedése kedvező tendenciát mutatott.

A vizsgálódásainkat a **H3-hipotézis** tesztelésével zárjuk. Az alacsony kamatkörnyezet ösztönzőleg hat a tőzsdéi befektetésekre. Bizonyítják ezt az indexek szárnyalásai is: a 2017-es év elejére az FTSE 100, a Dow Jones és a BUX indexek is történelmi csúcspontokat döntöttek. Ez mindössze azt igazolja, hogy aki az elmúlt időszakban ezeknek az indexeknek az emelkedésébe fektetett, jól járt. Az éves hozam áttekintésénél azonban nem tudjuk azt, hogy az adott portfólióval év közben mekkora profitot lehetett realizálni. Az aktuális portfólióhozamot (ha éppen ezt a célt szolgálja) akár friss tőkeként is tekinthetjük. A kimutatásokban, e-statisztikákban olvashatjuk a pillanatnyi hozamokat, de a realizált profitok összességét már dinamikus felfogásban értelmezhetjük. A 3. ábra mutatja az angol FTSE 100-as index 5 éves hozamát.



3. ábra: A FTSE 100 index alakulása 2012–2017 között

Forrás: www.londonstockexchange.com

Az FTSE index elmúlt ötéves teljesítménye közel 30%-os hozamot eredményezett annak, aki ezen a távon indexkövető stratégiába fektetett. Az egyes portfóliók hozamának rövid- és középtávú realizálása merőben

eltérő lehet. Az index volatilitása éven belül plusz-mínusz 10 százalékos is lehet. Azok a portfóliók, amelyek ezt az indexet, részelemként tartalmazták, közel 30%-os megtérülési rátával számolhattak. Tehát ezen a piacon volt esély portfólióval profitszerzésre. Az a portfólió, amely legjobban tudott alkalmazkodni ennek a piacnak a jellemzőihez, a tőkepiacról vonhatott be forrást a saját finanszírozásnövelése érdekében.

A 4. ábra mutatja azt, hogy az amerikai Dow Jones index 2012 és 2017 között 66%-os növekedést ért el. Egy portfólió lehet indexek között is diverzifikált, egy az eddig említett két index növekedésébe való befektetés pedig az elmúlt öt évben a banki hozamoknál jelentősebb hozamot generált. A portfólió elemeinek aránya azonban folyton változó lehet, ahogyan a pozíciókban aktuálisan szereplő összegek is.



4. ábra: A Dow Jones index alakulása 2012 és 2017 között

Forrás: www.djindexes.com

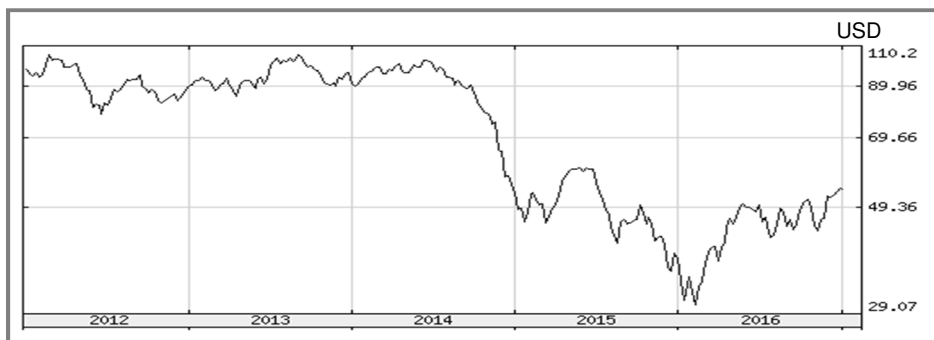
Az 5. ábra szemlélteti az FTSE 100 index 2016-os teljesítményét rövidebb időtávban. Az FTSE index legutóbbi év közbeni minimum és maximum értéke között ugyancsak 30% különbség van, ami annak a lehetőségét jelenti, hogy ebben a rövid intervallumban is szerezhethetünk, az index öt éves árfolyamának megfelelő, profitot. Tehát az index volatilitása megengedi a piaci átlagnál nagyobb nyereség elérését, aktív portfóliókezeléssel pedig bizonyíthatóan nagyobb hozamot is realizálhatunk. Az, hogy vajon ez meg is valósul-e, a befektetési döntéseken múlik. Mindenesetre az elmúlt öt évben a pénzintézetek által kínált kamathozamokhoz képest magasabb hozamok elérésére volt lehetőség.



5. ábra: Az FTSE 100 index alakulása 2016-ban

Forrás: www.londonstockexchange.com

Az MNB irányadó alapkamata 2011. december 21-én még 7% volt, míg öt év elteltével 0,9%-on áll (www.mnb.hu). Tehát a vizsgált időszakban egyre kisebb arányban volt ajánlott garantált hozamú befektetéseket a portfólió elemei között tartani, amely mind inkább ösztönzőleg hat a pénz- és tőkepiacról való finanszírozás felé. A kezdeti és likvid portfóliók jellemzően nagyobb arányban tartalmaznak devizapiaci elemeket, mert a devizapiac volatilitása miatt rövidtávon, de akár egy napon belül is, hozamot lehet produkálni. Az EUR/HUF devizapár elmúlt 12 havi volatilitása 4,9% volt, az elmúlt öt éves szélsőértékei pedig a 275-320 HUF sávban mozogtak, így ezzel az egyetlen devizapárral is több számjegyű hozamokat lehetett elérni.



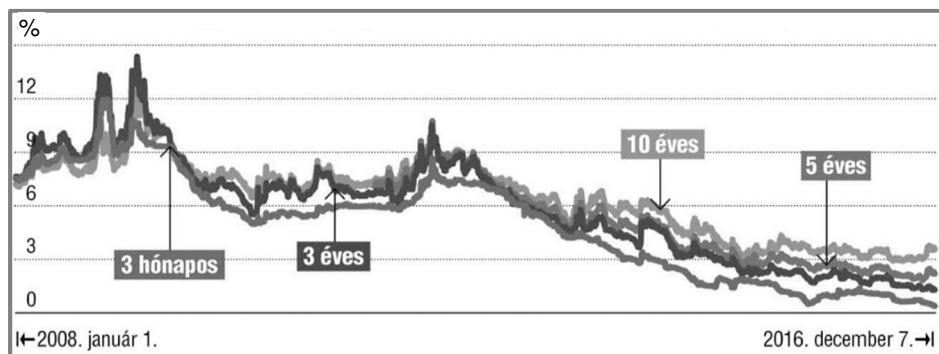
6. ábra: A WTI irányadó olaj határidős árfolyama 2012–2017 között

Forrás: stooq.com

A középtávú befektetesként szolgáló határidős piacon – az olaj esetében – az elmúlt 12 hónapban 42,4%-os a hozamráta, az elmúlt öt év tekintetében pedig előfordult az árfolyam egyharmadra csökkenése, majd duplázódása is, ahogyan azt a 6. ábra mutatja.

A különböző piacok 5 éves hozamának alakulásával azt kívántuk igazolni, hogy a pénz- és tőkepiac globális potenciálja biztosítja egy portfólió aktív kezelésével a garantált hozamokon felüli nyereség realizálását. Hosszú távon az indexek növekedési trendje érvényesül, miközben a tőke szabadságának biztosításával rövidebb távon is nyereséget érhetünk el. A reakcióképes portfólióképzés lehetőséget nyújt a tőkepiac mozgásait úgy kihasználni mint opció, ami napjainkban már „égető szükségé” válik.

Eddig számba vettük egy portfólió lehetséges rövidebb távú elemeit (részvénypiac, devizapiac, határidős piac) és megnéztük azt, hogy az elmúlt években mekkora mozgások, árfolyambeli változások jelentkeztek mintegy befektetési lehetőségként annak érdekében, hogy javainkat egy portfólió keretében osszuk szét. Mivel egy jól diverzifikált portfólió biztonságos elemekkel is rendelkezik, meg kell még néznünk azt, hogy hogyan teljesítettek a garantált hozammal bíró befektetési formák az elmúlt időszakban. Tehát az időtávban előre haladva, a devizapiac egy-két héten belül realizálható nyereséget szolgálhat egy portfólióban, a részvénypiac jellemzően havi és negyedéves fellendülésekből tud profitálni, a határidős nyersanyagpiac pedig három hónapos távon nyújt perspektívát. Ennél hosszabb távon, megfelelő biztonsággal befektetni az állampapírokba lehet, amelyek a 3 hónapos lejáratától kezdve akár 10 éves lejáratúval is rendelkeznek.



7. ábra: A magyar állampapírok hozamának alakulása 2008–2016 között

Forrás: Takarékbank, ÁKK, vg.hu

A magyar állampapírok elmúlt éves hozamainak alakulását a 7. ábra szemlélteti, amely szerint 2008 és 2016 között tartósan egy számjegyre csökkent a hozam, ami ugyan garantált és éves hozam, éppen ezért bármely portfólió biztos, de hosszabb távú, kevésbé likvid elemét képezheti.

Az elmúlt évek hozamainak csökkenéséből megállapíthatjuk azt, hogy napjainkban a befektetőnek nem éri meg jelentős hányadot állampapírokban tartani, így a biztos elem arányának csökkentése arra ösztönöz, hogy a pénzpiac más elemeibe rendezzük át befektetéseinket. Ez az ösztönző erő, amely alacsony kamatkörnyezetben a rövidebb távú befektetések felé hajtja a gazdaságot.

Minden portfólió eltérő összetételű és az átrendezések gyakoriságában is eltérést mutatnak, így a nyilvánosan hozzáférhető teljesítmény adatok összehasonlítása csak irányadó értékkel bír. Láttuk azt, hogy egyes elemek miként tudnak két számjegyű hozamokat produkálni, míg más elemek miként biztosítják a garantált, ám egyre csökkenő hozamot. Minden befektető maga dönti el azt, hogy milyen arányban osztja meg portfólióját. A diverzifikáció mellett az átrendezések gyakorisága is megkülönbözteti a portfóliókat és azok teljesítményét. Az említett példakkal kitértünk a pénzpiac különböző távon vett hozamnyerési lehetőségeire. Az árfolyammozgásokból való részesedés hozzáértést igényel és a *helyzet szüli a stratégiát*-elv nyomán az aktívabban kezelt portfólió gyorsabban tud reagálni a környezet és a piac változásaira.

A világgal a hedge fundokat és a befektetési alapok, a portfólióképzés tárházát az amerikai egyesült államokbeli nagy egyetemek ismertették meg, amelyek úttörő szerepet vállaltak a portfóliómenedzselés lehetőségei terén. Ezek az intézmények olyan sikeressé váltak ebben, hogy annyi vagyonnal rendelkeznek, mint bizonyos önálló országok GDP-je (összehasonlításképpen például a Harvard). Az egyetemek befektetési alapjainak sikerét csak kivételes esetekben tudják megközelíteni – most már több évtizedes távon nézve is – így olyan példaképpé váltak, amelyhez minden befektető szeretne felmenni. Ellenben a stratégiájuk nem válságálló, ahogyan ezt a legutóbbi 2008-as válság is jelezte: a túlzott diverzifikációval ugyanis csökkent a portfóliók reakcióképessége, amely így egy rövidebb távú csökkenésre nem tudott kellőképpen reagálni. Ez okozta azt, hogy a válság évében ezek az alapok is veszteséget könyveltek. Mindez azonban eltörpül az évek során produkált nyereségek mellett. A 4. táblázat mutatja a legnagyobb amerikai egyetemek és más jelentős méretű alapkezelők alapjainak elmúlt évtizedes teljesítményét, külön kiemelve a válság évében könyvelt veszteségekkel.

4. táblázat: Az USA egyetemek befektetési alapjainak hozama 2003 és 2013 között

| Megnevezés | Harvard | Yale | Princeton | Na-cubo* | CHPK** | Pictet BVG 40 Plus*** |
|-----------------------------------------------|----------------|-------------|------------------|-----------------|---------------|------------------------------|
| <i>Hozam (2008–2009)</i> | -28,3 | -25,00 | -23,90 | -19,10 | -5,30 | -8,5 |
| <i>Hozam (2003–2013)</i> | 9,5 | 9,40 | 9,10 | 5,50 | 3,70 | 4,1 |
| <i>Volatilitás</i> | 13,6 | 13,60 | 12,40 | 10,90 | 6,00 | 8,1 |
| <i>Hozam-/kockázat-ráta</i> | 0,7 | 0,69 | 0,74 | 0,51 | 0,62 | 0,51 |
| * USA egyetemi alapítványi alapok átlaga | | | | | | |
| ** Credit Suisse nyugdíjkassza index | | | | | | |
| *** A svájci Bank Pictet nyugdíjkassza indexe | | | | | | |

Forrás: saját szerkesztés a Frankfurter Allgemeine Zeitung adatai alapján

A 4. táblázat szerint a három nagy egyetem (Harvard, Yale, Princeton) éves szinten – a válságévet is beleszámítva – 9% feletti hozamokat tudott generálni, míg vetélytársai ugyanebben az évtizedben évente mindössze 4-5%-kal gyarapították vagyonukat. Az alapok volatilitásának figyelembe vételével megállapíthatjuk a hozam/rizikó faktort, amely azt mutatja meg, hogy az alapok kezelői a nagyobb hozam reményében nagyobb kockázatot is vállalnak. Hosszú távon azonban mindez kifizetődik, így az egyetemek példája egyrészt referenciaként szolgál, másrészt azt példázza, hogy önmagában a hozzáértés csökkenti a kockázatot. Egy egyetem fő profiljából kifolyólag egyáltalán nem hozammaximalizált törekvésű, azonban tevékenységének támogatására és alternatív finanszírozására ettől még igénybe veheti a tőkepiac adta lehetőségeket. A vagyonekezelési példájuk világméretű szereplővé tette őket és sikerük kulcsa a mutatószámok mellett valószínűleg legalább annyira olyan nehezen megfogható emberi tényezőkben is keresendő, mint a hozzáértés. A portfóliókezelés terén szerzett több évtizedes tapasztalat kellett ahhoz, hogy ez a hozzáértés kialakuljon, példájuk pedig napjainkban kétség kívül azt bizonyítja, hogy alaptervékenységtől függetlenül bármely szervezet számára adott, hogy tevékenységét alternatív forrásként a tőkepiacról támogassa. Van még miből tanulni, mert a legutóbbi 2008-as gazdasági válság jól láthatóan az eddig számba vett összes piacon és árfolyamon éreztette a hatását! A jövő vagyonekezelőinek kihívása az, hogy válságálló stratégiát dolgozzanak ki a vagyonekezelés területén, amivel hosszú távon is számítható forrássá teszik a tőkepiacot a szervezetek számára.

Összefoglalás

Az innovatív vállalatokat a gazdasági növekedés és munkahelyteremtés fő hajtóerőinek tekintik. A radikális innováció képes teljesen új termékek és szolgáltatások létrehozására, megváltoztathatja az iparági erőviszonyokat, az inkrementális innováció pedig meglévő termékek fejlesztéséhez járul hozzá. Kérdéses azonban, hogyan azonosíthatók be a magas növekedési potenciájú vállalatok, hogyan tudnak finanszírozási forráshoz jutni akkor, amikor még nem rendelkeznek hosszabb távú működési tapasztalattal és fedezetként felhasználható eszközállománnyal.

Az M&A ügylettel megszerezzük egy másik vállalat szakembergárdájának tudását, rutinját, tapasztalatait, az esetleges szabadalmakat, eszközparkját, információs rendszereit, a szoftvereket, az üzletfelekkel kialakult jó kapcsolatokat, a vállalati arculatot, márkát, egyszóval immateriális javait, amelyek a tudástranszferen keresztül elősegítik a felvásárló vállalat expanzióját és megvalósítják növekedési terveiket. A vizsgált felvásárló cégek esetében azonban a növekvő szellemi termékek aránya nem segítette elő az M&A cégek növekedését.

A különböző piacok elmúlt időszakbeli árfolyamváltásával azt kívántuk bemutatni, hogy a pénzpiac globális potenciálja képes arra, hogy egy portfólió aktív kezelésével a garantált hozamokon felüli nyereséget lehessen termelni. Az aktív vagyonekezelés csak megfelelő erőforrás átcsoportosításával járulhat hozzá bármely szervezet alaptevékenységének támogatásához úgy, ahogyan az amerikai egyetemek példája is mutatja.

Összességében kijelenthetjük azt, hogy a globális pénzpiac hosszú távon nyereséget tud hozni bármely érintett számára, a realizált hozamok azonban attól függenek, hogy a vagyont mennyire aktívan kezelik, milyen elvek mentén rendezik újjá és mekkora a hozzáértésből fakadó bekövetkezési valószínűségi faktor. A portfólió diverzifikálásával csak a nem szisztematikus kockázatot eliminálhatjuk, szükség van emellett a tudatos kezelésre is. A portfólió rendszeres és szakszerű átrendezése azonban világos célokat és megalapozott döntéseket igényel. A portfóliók életciklusának a tervezése hosszú távú stratégiát követel, ily módon csak megfelelően hosszú távon gondolkodni tudó szervezet tudja kihasználni az ebben rejlő lehetőségeket. Szervezetfejlesztési módszerként azonban mind inkább operatív, szinte mindennapos folyamattá kell alakítani annak érdekében, hogy a kínáló alternatív finanszírozási formákból részesüljünk.

Egy portfólió kialakításánál a szervezet lokális céljait kell ötvözni a globális lehetőségekkel annak érdekében, hogy önfenntartó rendszerként a tőke mozgásának szabadsága által segítse a szervezet alaptevékenységét. Az időhorizont és a befektetések mérete behatárolja a mozgásteret, azonban hozzáértéssel, a pénzügyi kultúra fejlesztésével és rendszerelméleti megközelítéssel növelhetjük a tőkepiac alternatív finanszírozó szerepét, amely ily módon hozzájárul a vállalkozás növekedéséhez. A portfóliók életciklusának tervezésével pedig egy hosszú távon is jövedelmező likvid közeget építhetünk a vállalat köré, amely céljaiban determinált, mozgásterében szabadon hagyott pénzügyi rendszerként válik tulajdonosa javára.

Irodalom

- Bena, J. – Li, K. (2014): Corporate Innovations and Mergers and Acquisitions. *Journal of Finance*, 69(5), pp. 1923–1960. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/jofi.12059>
- Bertalanffy, L. (1956): General system theory. Yearbook of the Society of General System Research. Ann Arbor, Michigan, pp. 1–10.
- Brouwer, M. (2000): Entrepreneurship and Uncertainty: Innovation and Competition among the Many. *Small Business Economics*, 15, pp. 149–160. ISSN: 0921-898X, DOI: <http://dx.doi.org/10.1023/A:1008147829791>
- Chua, A. Y. K. – Goh, H. D. (2009): Why the whole is less than the sum of its parts: Examining knowledge management in acquisitions. *International Journal of Information Management*, 29, pp. 78–86.
- Coad, A. – Guenther, C. (2013). Diversification patterns and survival as firms mature. *Small Business Economics*, 41, pp. 633–649. ISSN: 0921-898X, DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s11187-012-9447-7>
- Colombo, M. G. – Garrone, P. (2006): The Impact of M&A on Innovation: Empirical Results. In: Cassiman, B. – Colombo, M. G.: *The Mergers & Acquisitions: The Innovation Impact*. Edward Elgar Publishing.
- Copeland, T. E. – Weston, J. F. (1992): *Financial Theory and Corporate Policy*. Reading, Addison-Wesley Publishing Company, 946 p. ISBN: 978-032-1127-21-1
- Czarnitzki, D. – Delanote, J. (2012): Young Innovative Companies: the new high-growth firms? *Industrial and Corporate Change*, 22(5), pp. 1315–1340. DOI: <http://dx.doi.org/10.1093/icc/dts039>
- DiGeorgio, R. M. (2003): Making mergers and acquisitions work: What we know and don't know – Part II. *Journal of Change Management*, 3, pp. 259–274.
- Fagiolo, G. – Luzzi, A. (2006): Do liquidity constraints matter in explaining firm size and growth? Some evidence from the Italian manufacturing industry. *Industrial and Corporate Change*, 15(1), pp. 1–39. DOI: <http://dx.doi.org/10.1.1.462.5326>

- Frederiksen, L. (2016): Mergers and Acquisitions as Part of Your Growth Strategy. <http://www.businessinsider.com/innovation-through-acquisition-2012-10>
<https://hingemarketing.com/blog/story/mergers-and-acquisitions-as-part-of-your-growth-strategy>
- Gantumur, T. – Stephan, A. (2011): Mergers & acquisitions and innovation performance in the telecommunications equipment industry. *Industrial and Corporate Change*, 21(2), pp. 277–314. DOI: <http://dx.doi.org/10.1093/icc/dtr052>
- Gleick, J. (1999): Káosz. Egy új tudomány születése. Göncöl kiadó, Budapest, 141 p. ISBN: 963-918-314-8
- Hagstrom, R. G. (2013): The Warren Buffet way. John Wiley & Sons, 320 p.
- Henrekson, M. (2005): Entrepreneurship: a weak link in the welfare state? *Industrial and Corporate Change*, 14(3), pp. 437–467.
- Huergo, E. – Moreno, L. (2011): Does history matter for the relationship between R&D, innovation, and productivity? *Industrial and Corporate Change*, 20(5), pp. 1335–1368.
- Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances; <http://imaa-institute.org/resources/statistics-mergers-acquisitions/#Mergers-Acquisitions-Europe>
- Katits E. – Kucséber L. Z. – Szalka É. (2013): A vállalati életszakaszok és a szervezeti átstrukturálások vizsgálata, avagy külső versus belső növekedés. In: Székely Cs. (szerk.): Felelős társadalom, fenntartható gazdaság – Nemzetközi tudományos konferencia a Magyar Tudomány Ünnepe alkalmából. 1157 p. Konferencia helye, ideje: Sopron, Magyarország, 2013.11.13. Nyugat-magyarországi Egyetem Kiadó, Sopron, pp. 418–434.
- Katits, E. – Szalka, É. (2014): A magyar top 100 növekedési útjai, avagy a 'turnaround' értékvezérelt menedzseléssel. In: Tompos A. – Ablonczyné Mihályka L. (szerk.): „A tudomány és a gyakorlat találkozása” Kautz Gyula Emlékkonferencia. Konferencia helye, ideje: Győr, Magyarország, 2014.06.17. Széchenyi István Egyetem, Győr, 2014.
- Kucséber L. Z. (2015): A magyarországi fúziók és felvásárlások térbeli jellemzőinek vizsgálata az 1997 és 2013 közötti időszakban. *Tér és Társadalom*, 29(2), pp. 90–105. DOI: <http://dx.doi.org/10.17649/TET.29.2.2676>
- László E. (2001): A rendszerelmélet távlatai. Magyar Könyvklub, Budapest, 182.
- Mazzucato, M. – Parris, S. (2015): High-growth firms in changing competitive environments: the US pharmaceutical industry (1963 to 2002). *Small Business Economics*, 44, pp. 145–170. DOI: <http://dx.doi.org/10.1080/13504851.2015.1076139>
- Mina, A. – Lahr, H. – Hughes, A. (2013): The demand and supply of external finance for innovative firms. *Industrial and Corporate Change*, 22(4), pp. 869–901. DOI: <http://dx.doi.org/10.1093/icc/dtt020>
- Nunes, P. M. – Goncalves, M. – Serrasqueiro, Z. (2013): The influence of age on SMEs' growth determinants: empirical evidence. *Small Business Economics*, 40, pp. 249–272. DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s11187-011-9363-2>

- Segarra, A. – Teruel, M. (2014): High-growth firms and innovation: an empirical analysis for Spanish firms. *Small Business Economics*, 43, pp. 805–821.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s11187-014-9563-7>
- Serrasqueiro, Z. – Nunes, P. M. – Leitao, J. – Armada, M. (2010): Are there non-linearities between SME growth and its determinants? A quantile approach. *Industrial and Corporate Change*, 19(4), pp. 1071–1108.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1093/icc/dtp053>
- Sinkovics A. (2010). Vállalati pénzügyi tervezés. Complex Kiadó, Budapest, 294 p.
ISBN: 978-963-2951-01-0
- Stucki, T. (2013): Success of start-up firms: the role of financial constraints. *Industrial and Corporate Change*, 23(1), pp. 25–64.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1093/icc/dtt008>
- Swensen, D. F. (2007): Erfolgreich investieren. Strategien für Privatanleger. Murmann Verlag, Hamburg. 480 p. ISBN: 978-393-8017-74-6
- Ulicsák Béla (2013): Nemzetközi vállalkozás gyakorlata. Budapesti Gazdasági Főiskola, Digitális tankönyvtár, Budapest.
http://www.tankonyvtar.hu/hu/tartalom/tamop412A/0007_e5_nemzetkozi_vallalkozas_scorm/borito_vHjYrteCgUAA0za7.html
- Wheatley, M. J. (2001): Vezetés és a modern természettudomány. Rendszer a káoszban. SHL Hungary Kft., Budapest, 130 p.
- Wish, R. (2010): Versenyjog. Hvg-Orac Lap- és Könyvkiadó, Budapest, 1003 p.
ISBN: 978-963-2580-97-5
- Yu, X. – Dosi, G. – Lei, J. – Nuvolari, A. (2015): Institutional change and productivity growth in China’s manufacturing: the microeconomics of knowledge accumulation and “creative restructuring”. *Industrial and Corporate Change*, 24(3), pp. 565–602. DOI: <http://dx.doi.org/10.1093/icc/dtv011>
2000. évi C. törvény
http://net.jogtar.hu/jr/gen/hjegy_doc.cgi?docid=A0000100.TV (Letöltve: 2017.01.06.)
- http://index.hu/gazdasag/2016/08/25/68_milliarddal_tamogat_247_innovativ_ceget_a_kormany/ (Letöltve: 2017.01.06.)
- <http://www.londonstockexchange.com/> (Letöltve: 2017.01.06.)
- <https://www.djindexes.com/> (Letöltve: 2017.01.06.)
- http://www.vg.hu/lapokkepek/cikkek/41000/41476_graf_7.jpg (Letöltve: 2017.02.11.)