

A hazai felvásárlás előtt és után: fókuszban a forgótőke-menedzselés*

Kucséber László Zoltán

A szerző azt kutatja, hogyan befolyásolták a felvásárlások a forgótőke-gazdálkodás hatékonyságát, összekapcsolódtak-e a dinamikus tendenciák a forgótőke-gazdálkodás hatékonyságának a javulásával. Elemzi a mérleg- és eredménykimutatások adatait, a forgási időt, a finanszírozási időt, az átlagos forgótőkét, az időtartam-mutatót, valamint az eszköz- és részvénytőke-arányos megtérülési rátákat, és az ezeken alapuló számításokból kapott eredmények alapján arra a következtetésre jut, hogy ha voltak is erőfeszítések az erőforrások átcsoportosítására és racionalizálására, az nem járt a (forgótőke-) gazdálkodás javulásával.

Journal of Economics Literature (JEL) kódok: G34, G38

Kulcsszavak: fúziók, felvásárlások, forgótőke-menedzselés

Bevezetés

A célkitűzésem a következő: Megvizsgálni azt, hogy hogyan befolyásolták a felvásárlások a forgótőke-gazdálkodás hatékonyságát. Az elemzéshez a magyarországi székhelyű felvásárló vállalatok, továbbá a céltársaságok mérleg és eredménykimutatásaiból kettős adatbázist állítottam össze.

Először áttekintem a témakör definícióit, az M&A-tranzakciók és a forgótőke-menedzsmen kapcsolatát, majd bemutatom a magyar nyelvű szakirodalomban kevésbé ismert due diligence módszert. Az (operatív) due diligence módszer használatával a felvásárló vállalatok még az ügylet létrejötte előtt elemezhetik a céltársaságok forgótőke-gazdálkodását. Ezután ismertetem a témakörben született külföldi kutatások eredményeit, az alkalmazott módszertant és az adatbázisokat. A munkám második részében bemutatom a saját szerkesztésű adatbázis elemzéséből született eredményeimet. A mérleg- és eredménykimutatásokból készített adatbázis alapján

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Kucséber László Zoltán a Széchenyi István Egyetem Regionális- és Gazdaságtudományi Doktori Iskolájának PhD-hallgatója. Email: kucs@sze.hu.

a felvásárló társaságok mellett a céltársaságokat is vizsgáltam.¹ Annak érdekében, hogy az eredmények összehasonlíthatóak legyenek, a céltársaságokra is elvégeztem a felvásárló vállalatokra végzett számításokat. A céltársaságok vizsgálatának eredményei magyarázatul szolgálhatnak az egyesülést követő változásokra, mivel a felvásárlást követő évek eredményeinek alakulását befolyásolja az, hogy a céltársaság vajon prosperált, stagnált, vagy hanyatló szakaszban volt. Ennek érdekében a 2007 és 2011 közötti időszak vizsgálatát a felvásárlást megelőző egy, és a felvásárlást követő két évre végeztem el. Az így adódó 2006 és 2013 közötti időszakban azonban két gazdasági visszaesés is történt (2009 és 2012).

Jelen tanulmányban a válság hatását nem tudtuk szétválasztani a felvásárlástól, így szem előtt kell tartanunk, hogy a negatív tendenciák jelentős részét a válság magyarázhatja.

1. Elméleti áttekintés

1.1. Az M&A-ügylet hatása az egyesülő vállalatok (működési) hatékonyságára

Először szakirodalmi áttekintés keretében kitérek a választott témakör releváns fogalmaira, valamint arra, hogy az akvizíció hogyan befolyásolja a felvásárló és a céltársaságok operatív hatékonyságát.

A jelenleg hatályos *1996. évi LVII. törvény a tisztességtelen piaci magatartás és a versenykorlátozás tilalmáról*² szóló törvény a következőképpen fogalmazza meg a vállalatok egyesülését: „Vállalkozások összefonódása (koncentrációja) jön létre, ha két vagy több, előzőleg egymástól független vállalkozás összeolvad, vagy egyik a másikba beolvad, vagy a vállalkozás része a vállalkozástól független másik vállalkozás részévé válik.” Azt a vállalatot, amelyik az irányítást megszerzi a másik felett, felvásárló vállalatnak, a felvásárlásra kiszemelt vállalatot pedig céltársaságnak nevezük. Az egyesülés két formája a beolvadás és az összeolvadás. Amíg a beolvadás esetében az átvevő gazdasági társaság formája változatlan marad, addig az összeolvadás esetében új jogi személy jön létre.³ Az üzleti életben gyakrabban találkozunk a „vállalati fúzió és felvásárlás” megnevezéssel. Ebben a munkában szinonimaként használom az „M&A-ügylet”, az „M&A-tranzakció” és az „akvizíció” kifejezéseket. A szakirodalomban használatos a „kombináció” kifejezés is (*Moyer et al. 2003*).

¹ A felvásárló vállalatok és a céltársaságok mérleg- és eredménykimutatás tételeinek súlyozott átlagos értékeinek számítása nem nyújt több információt ahhoz képest, mint amikor külön a felvásárló vállalatok és külön a céltársaságok mérleg- és eredménykimutatásának egyes tételeit összegezzük. A súlyozott átlagos érték számításától eltekintünk a felvásárlást megelőző évben, mivel a felvásárlás pénzügyi hatásának értékelésekor az M&A-tranzakció létrejöttének az évéhez viszonyítok).

² Utoljára módosítva: 2014. évi CI. törvény 63. §., XCIX. törvény 210. § (1), XCIX. törvény 210. § (2). Hatályos: 2015. január elsejétől.

³ 2013. évi CLXXVI. törvény egyes jogi személyek átalakulásáról, egyesüléséről, szétválásáról.

Az M&A-tranzakciók előnyei közé tartozik az, hogy az üzletmenet hatékonysága javul. Ezt a megállapítást igazolják a következő vélemények: „A felvásárlás következtében, a nagyobb termelési-szolgáltatási mérettel járó fajlagos fix költség megtakarítás miatt, a termékek és a szolgáltatások önköltsége csökken” (*Sinkovics 2010:70*). A termelőeszközök egyesítése következtében javul az előállítás költséghatékonysága, mert a rendelkezésre álló technológiákat átszervezik, és az erőforrásokat átcsoportosítják. A hatékonyságjavulás mellett az összeolvadás szinergiahatása a vállalati érték növekedésében is megjelenik: a vállalatok összevont értéke meghaladja az egyesülő vállalatok egyenként vett értékének összegét (*Bélyácz 2009*).

Az M&A-tranzakciót követően előfordulhat, hogy a szervezési, irányítási költségek a várt csökkenés helyett növekednek, mivel a nagyobb vállalatot nehezebb irányítani, felügyelni, és fokozódnak az ösztönzési problémák, ezáltal növekedhet az egyesült vállalat működési kockázata. A hatékonyságot javító tranzakciók mellett léteznek olyan akvizíciók is, amelyek csökkentik a működési hatékonyságot és a jövedelmezőséget is (*Bárczy et al. 2008*). Az egyesült vállalat menedzsmentjének célja ebben az esetben az adótörvényekben rejlő lehetőségeket kihasználni, és/vagy a piaci, politikai hatalmat kiterjeszteni. Ebből az következik, hogy ami az egyesült vállalat tulajdonosai számára nyereség, az a társadalom számára veszteség (*Carlton-Perloff 2003*).

1.2. Az (operatív) due diligence eljárás

Mielőtt rátérek a felvásárló vállalatok forgótőke-gazdálkodásának vizsgálatára, nem tekinthetek el a célvállalatok értékelési és átvilágítási módszereinek rövid ismertetésétől, mivel ezek az eljárások alapvetően szükségesek a tranzakció létrejöttéhez.

Napjainkig nem született olyan munka a magyar szakirodalomban, amely részletesen foglalkozik a due diligence eljárással, pedig ezzel az eljárással még a felvásárlást megelőzően feltárhatjuk a felvásárolni szándékozott céltársaság működésének erős és gyenge pontjait. A következőkben ezért betekintést nyújtok a due diligence eljárásba.

A due diligence a felvásárló által irányított olyan átvilágítási folyamat, amelynek célja a céltársaság értékelése (*Howson 2003*). A due diligence csökkenti annak a kockázatát, hogy a felvásárló túlértékelje a céltársaságot, és ezáltal magasabb árat fizessen. Kinek a feladata a due diligence eljárást menedzselni? Az átvilágítást az ún. due diligence team végzi, amelynek létszáma az ügylet ciklusával összhangban változik, és egyaránt függ a céltársaság nagyságától. Szélsőséges esetben a due diligence team létszáma százas nagyságrendű is lehet. A due diligence team magában foglal pénzügyi elemzőket és operatív vezetőket is, amely így sokkal hatékonyabb, mint egy csupán pénzügyi szakemberekből álló csapat. A felvásárló vállalat operatív vezetői készítik a due diligence interjút a céltársaság operatív vezetőivel (*Wessels et al. 2010*).

A due diligence folyamat már megkezdődik a felvásárlás lehetőségének a felismerésével. A felvásárló először összegyűjti a céltársaságról könnyen elérhető információkat. A felvásárló a következő három kérdés megválaszolása után folytatja tovább az akvizíciós folyamat vizsgálatát: Hosszú távon megéri birtokolni és működtetni a céltársaságot a részvényesei számára? Mennyit ér a céltársaság? A felvásárló vállalat képes finanszírozni az ügyletet? (Reed et al. 2007).

Egyik törvény sem írja elő a due diligence eljárást a felvásárlás folyamatában, és nem azonos a Ptk. 2013. évi CLXXVI. törvény által kötelezően előírt vagyonmérleg-tervezet és az azt alátámasztó vagyonleltár-tervezettel. A due diligence lefedi a célvállalat minden szervezeti egységét, a teljes működési folyamatát és a működést befolyásoló külső tényezőket is. Snow (2011) és Bruner (2010) az alábbi due diligence területeket különbözteti meg: jog; információtechnológiai folyamat; számvitel, adózás; működés (termelés, szolgáltatás); humánerőforrás-gazdálkodás; marketing.

A választott témának megfelelően itt kizárólag a céltársaság működését értékelő due diligence készítésével foglalkozom. Az átvilágítási eljárás tartalmazza a működési folyamatok helyszíni értékelését, és nem nélkülözheti az operatív vezetőkkel folytatott interjúk készítését sem. Az átvilágítás eredményeként megismerjük a céltársaság működésének szűk keresztmetszeit, a gyártási/szolgáltatási minőséget (például hibás termékek arányát), a készlethasznosítást és az üzemi-vállalati kultúrát (Bruner 2010). A due diligence folyamatban az operatív működés elemzéséhez a felvásárló összegyűjti a következő információkat: (i) „A céltársaság gyártott/értékesített termékei és szolgáltatásai, (ii) a fejlesztés alatt álló termékek, szolgáltatások, (iii) az informális, formális beszállítói és vevői szerződések, megállapodások, (iv) termék/szolgáltatás minőségi szabványok, eljárások.” (Snow 2011:217)

1.3. A nemzetközi empirikus eredmények, az elemzés módszere és az adatbázisok

Hét olyan kutatást emelek ki, amely iránymutatásul szolgál a magyarországi M&A-kutatásokhoz és az elemzésem módszertanának kialakításához. A kutatás eredményei mellett megismerhetjük azt is, hogy a kutatók milyen pénzügyi módszereket alkalmaztak, és a felvásárlást megelőzően és azt követően hány évet vizsgáltak.

Köke (2001) 1986–1995 között 1700 német közép- és nagyvállalat működési teljesítményét –eszközarányos megtérülési rátáját (ROA = Return on Assets) és a részvénytőke-arányos megtérülési rátáját (ROE = Return on Equity) – vizsgálta, és megállapította azt, hogy felvásárlási célponttá a gyenge működési teljesítményt nyújtó vállalatok váltak. Alexandridis és szerzőtársai (2011) vizsgálták az USA-ban 1990 és 2007 között végrehajtott M&A-tranzakciók átlagos és medián ROA értékeit a felvásárlást megelőző és az azt követő 3-3 évben. A vizsgált vállalatokat piaci részesedés alapján kis-, közepes- és nagyvállalatok csoportjaiba sorolták. A vizsgálat szerint

mindhárom kategóriában csökkent a ROA értéke a felvásárlást követő években, de a legnagyobb csökkenés a közepes és a nagyvállalatok esetében történt.

Selcuk és Yilmaz (2011) 62 török felvásárló vállalat ROA, ROE és ROS (Return on Sales = Net Income/Net Sales) értékeinek alakulását elemezte az M&A-tranzakciót megelőző és követő két évben, 2003 és 2007 között. A kapott eredmények szerint a tranzakció negatívan befolyásolta a felvásárló vállalatok teljesítményét. *Carline és szerzőtársai (2009)* az Egyesült Királyságban az 1985 és 1994 között létrejött felvásárlásoknak a működési cash-flow-ra gyakorolt hatását a vizsgálták. Elemezték az M&A-tranzakciót megelőző egy, és az M&A tranzakciót követő 5 évet. A vizsgált kisvállalkozásoknak csupán 34,7, a nagyvállalkozásoknak 23,4 százalékában növekedett a működési cash flow értéke. *Kwoka és Pollitt (2010)* az USA elektronikai ágazatában megvalósult M&A tranzakciók hatását vizsgálta a működési költségek alakulására az 1994–2003 közötti időszakban, a felvásárlást megelőző és követő 2–2 évben. A szerzők megállapították, hogy az elektronikai ágazatban nem csökkentek a működési költségek a felvásárlásokat követően. *Tsung-ming és Yasuo (2002)* 86 japán vállalatfelvásárlás hatását vizsgálta a ROA, a ROE, az értékesítés árbevétel és a foglalkoztatottak növekedési rátáinak alakulására. A kutatás felölelte az M&A tranzakció előtti és utáni 4–4 évet. Kiderült, hogy a japán M&A-tranzakciók nem javították a cégek megtérülési rátáit és a jövedelmezőségi mutatószámait. *Balogh (2006)* disszertációjában összegyűjtötte – a nemzetközi szakirodalom alapján – az M&A-tranzakciók pénzügyi jellemzőit. A számviteli adatokon alapuló 14 tanulmány szerzői a felvásárló vállalatok a sajáttőke- és az összeseszköz-arányos nyereség (ROE- és ROA-értékek) csökkenését tapasztalták a felvásárlást követően. Az 1948–1995 közötti időszakban vizsgált minták átlagosan 200 M&A tranzakciót öleltek fel (*Balogh 2006*).

A továbbiakban ismertetem a választott gazdálkodási terület elemzéséhez alkalmazott pénzügyi eszköztárat. A forgótőke (working capital) a forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek különbsége (*Brealey–Myers 2003:121; Copeland–Weston 1992: 41*), amelyet a nettó forgótőke (net working capital) kifejezéssel azonosan is használnak (*Brealey–Myers 2011:906; Bélyácz 2007:360; Szabó–Pálinkó 2004:330; Fazekas et al. 2003:548*). A pozitív forgótőke azt jelenti, hogy a vállalkozás a rövid lejáratú kötelezettségek teljesítésén felül rendelkezik forgóeszkővel. Ezt akkor tekintjük kedvezőnek, ha a forgótőke likvid, vagyis ha a pénzeszközök és a likvid értékpapírok nagysága meghaladja a nem, vagy kevésbé likvid forgóeszközök – készletek és követelések – nagyságát. A pozitív forgótőkét nem tekintjük likvid forrásnak akkor, ha a készletek és a követelések nagysága meghaladja a likvid forgóeszközök nagyságát (*Katits–Szalka 2015*). A negatív forgótőke azért jelent problémát, mert a forgóeszközök nem fedezik a rövid lejáratú kötelezettségeket, és ebből eredően a vállalkozás nemcsak a forgóeszközeit finanszírozta rövid lejáratú kötelezettségekkel, hanem a befektetett eszközeit is.

A forgótőke-menedzselés elemzése magában foglalja a forgási idő, a készpénzkonverziós ciklus és a működési cash-ciklus számítását is (*Mathur2007; Bhattacharya 2009*). Minden cég operatív hatékonyságát befolyásolja, de egyúttal meg is határozza az, hogy az egyes forgóeszköz-elemei mennyire gyorsan térülnek meg az árbevételből. Az elemzést először a működési tevékenységhez közvetlenül kapcsolódó forgóeszközök forgási idejének számításával kezdem. A forgási idő nagyságát úgy kapjuk meg, hogy összeadjuk a készletek raktározási és megmunkálási idejét⁴, a vevői követelések behajtási idejét és a pénzeszközök újrafelhasználásának idejét⁵. A vállalkozásoknak célszerű törekedni ennek az időtartamnak a csökkentésére.

A működési cash-ciklussal azt az időperiódust kalkulálom, amelyben a vállalkozás pénzügyi forrásai a vásárolt és saját termelésű raktárkészletben, továbbá a vevői követelésekben lekötve vannak, mielőtt követné a pénzbeáramlás az értékesítés, illetve a nyújtott szolgáltatás következményeként (*Katits-Szalka 2015; Hofmann et al. 2011*).

A készpénz-konverziós ciklus kalkulálásához összeadjuk a raktározási idő, a megmunkálási idő és a vevői követelések behajtási idejét, ezután pedig kivonjuk a szállítói tartozások idejét (*Sagner 2010:15; McLaney 2009:381*). Ez azonos a finanszírozási idő számításával, amely azt mutatja meg, hogy a vállalkozás hány napra igényel likvid forgótőkét. Ha a készletlektési idő és a vevői követelések behajtási idejének összege nem éri el a szállítói tartozások rendezésének idejét, akkor a finanszírozási idő negatív, amelyet kedvezőnek azért tekintünk, mert a vállalkozás ebben az esetben többletfinanszírozási forrással rendelkezik.

A nemzetközi szakirodalomban megjelent vizsgálatokhoz hasonlóan kalkulálok ROA- és ROE-rátákat. A ROA és a ROE Du Pont-modell szerint történő szétbontásával további információkhoz jutok a vállalatok működésének hatékonyságáról.

A vizsgálatom felöleli az összes, a Gazdasági Versenyhivatal (GVH) által engedélyezett tranzakcióban részt vevő, magyarországi székhellyel rendelkező felvásárló vállalatot és céltársaságot. A vállalkozások összefonódásához a GVH-tól engedélyt kell kérni akkor, ha az érintett vállalkozáscsoportok tagjai az előző üzleti évben elért értékesítési nettó árbevétele együttesen a tizenöt milliárd forintot meghaladja és az érintett vállalkozás-csoportok között van legalább két olyan vállalkozáscsoport, melynek értékesítési nettó árbevétele ötszázmillió forint felett van (*GVH Vj/85-13/2014. jelű határozata 2014*).

⁴ A megmunkálási időt nem számoljuk a kereskedelemben és a szolgáltató szektorokban működő cégekre, mivel nem végeznek gyártási tevékenységet, ezért a mérlegben a befejezetlen termelés és félkésztermékek értéke nem szerepel.

⁵ A pénzeszközök újrafelhasználási ideje (the deposit time of liquid assets) azt mutatja meg, hogy a vállalkozás a vevőktől beérkezett ellenértéket hány napon belül fordíthatja újra készletek beszerzésére. *Katits-Szalka (2015)* alapján a forgatási célú és a likvid értékpapírokat kiemeltem az elemzésből, mivel ezeket a vállalkozások felhasználhatják az üzletmenet finanszírozásához akkor, ha a pénzeszköz nem elég.

Az akvizíció hatását – a közölt külföldi M&A-elemzésekhez hasonlóan – a felvásárlást megelőző és azt követő két évre végzem, majd pedig összehasonlítom a tendenciákat. Ennek megfelelően vizsgálom a 2007 és 2011 közötti időszakban a GVH által nyilvántartott 56 magyarországi székhelyű felvásárló vállalat és céltársaság 2006 és 2013 közötti mérleg-⁶ és eredménykimutatásait. A vizsgálat kezdő időpontját alapvetően meghatározza az a tény, hogy az e-beszámoló portálon (www.e-beszamol.hu) kizárólag a 2006. évtől kezdve férhetünk nyilvánosan éves beszámolókhöz.

A vállalatok működési feltételei eltérőek az egyes szektorokban és ágazatokban, ezért az adatbázisban szereplő 56 felvásárló vállalatot besorolom az 5 – mezőgazdaság, ipar, építőipar, kereskedelem és szolgáltatás – nemzetgazdasági ágba, s eszerint végzek elemzést. Az ipar nemzetgazdasági ágban 11, a kereskedelem szektorban 10 és a szolgáltatás nemzetgazdasági ágban 29 felvásárlás történt. Mivel a vizsgált időszakban az építőipari szektorban mindössze 2, a mezőgazdasági szektorban pedig 4 felvásárlás történt, ezért ezektől eltekintettem, s így a számításokat 3 nemzetgazdasági ágra végeztem.

2. A magyarországi felvásárló vállalatok forgótőke-menedzselésének elemzése – az empirikus eredmények

Ebben a részben közlöm az általam összeállított adatbázis vizsgálatával kapott eredményeket, majd összefoglalom a következtetéseimet és a javaslataimat. A táblázatokban a kedvezőtlen irányú változásokat (!)-jelekkel jelzem. Minden eredményértékelésénél közlöm, hogy a növekedés vagy a csökkenés jelenti-e a kedvezőtlen irányú változást.

Az 1. táblázatban azt látjuk, hogy a működési cash-ciklust magában foglaló forgási idő emelkedett mindhárom szektorban a felvásárlást követő 1. és 2. évben. Vajon a forgási idő milyen összetevői mutatják a hatékonyság romlását? Az ipar szektorban a felvásárlást követő években nem javult a készletgazdálkodás hatékonysága, mivel a raktározási idő mérsékelten növekedett. A felvásárlás után a vevői követelések behajtásának ideje mérsékelten növekedett. A pénzeszközök újrafelhasználási ideje 80 százalékkal (12 nappal) emelkedett a felvásárlást követő 2. évben a felvásárlás évehez képest. A felvásárlást megelőző év 41 napos szállítói tartozások kiegyenlítésének ideje 54 napra emelkedett a felvásárlást követő 2. évben.

⁶ A mérlegtételek nyitó- és záróértékeit átlagoltam.

1. táblázat

A forgási idő összetevőinek és a szállítói tartozások rendezési idejének alakulása az ipar, a kereskedelem és a szolgáltatás szektorokban létrejött felvásárlások előtt és után

(napokban)

	t-1	t ₀	t+1	t+2
IPAR				
1. Raktározási idő	19	19	(!)24	(!)23
2. Megmunkálási idő	18	16	18	18
3. Vevői követelések behajtási ideje	45	34	36	38
4. Működési cash-ciklus (1 + 2 + 3)	82	69	(!)78	(!)79
5. Pénzeszközök újrafelhasználási ideje	14	15	(!)19	(!)27
6. Forgási idő (4 + 5)	96	84	(!)97	(!)106
7. Szállítói tartozások rendezési ideje	41	45	(!)50	(!)54
KERESKEDELEM				
1. Raktározási idő	23	36	34	36
2. Megmunkálási idő	-	-	-	-
3. Vevői követelések behajtási ideje	34	35	31	29
4. Működési cash-ciklus (1 + 2 + 3)	57	71	65	65
5. Pénzeszközök újrafelhasználási ideje	3	2	(!)4	(!)7
6. Forgási idő (4 + 5)	60	73	69	72
7. Szállítói tartozások rendezési ideje	40	43	44	44
SZOLGÁLTATÁS				
1. Raktározási idő	8	16	(!)35	(!)51
2. Megmunkálási idő	-	-	-	-
3. Vevői követelések behajtási ideje	32	32	30	33
4. Működési cash-ciklus (1 + 2 + 3)	40	48	(!)65	(!)84
5. Pénzeszközök újrafelhasználási ideje	26	28	(!)35	(!)45
6. Forgási idő (4 + 5)	66	76	(!)100	(!)129
7. Szállítói tartozások rendezési ideje	42	50	45	(!)58
<i>Forrás: Saját számítások az e-beszámoló adatai alapján</i>				

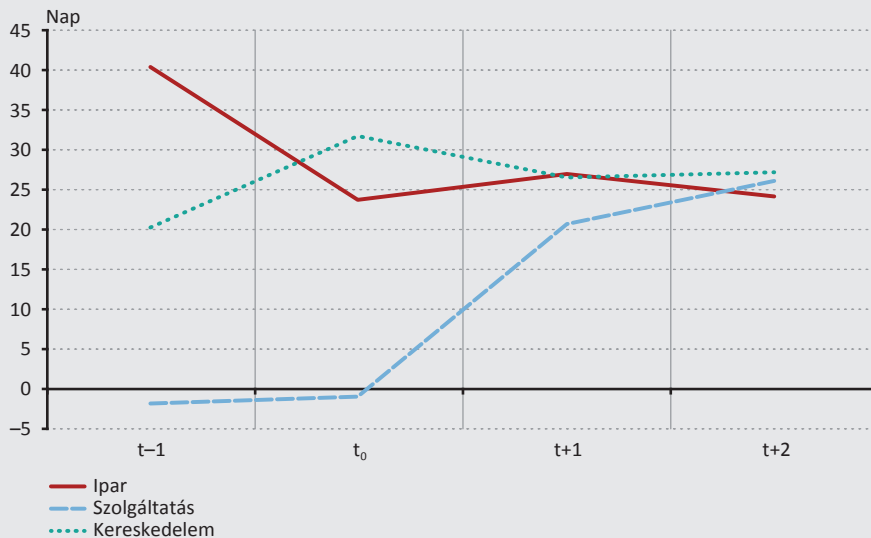
Bár a kereskedelem szektorban a felvásárlást követő 1. évben a vevői követelések behajtási ideje 4 nappal csökkent, a forgótőke-gazdálkodás hatékonysága nem javult az M&A-ügyletet követő 1. és 2. évben sem, mivel a vásárolt készletek raktározási ideje, a pénzeszközök újrafelhasználási ideje és a szállítói tartozások rendezési ideje is emelkedett. Az ipar és a kereskedelem szektorokkal ellentétben a szolgáltatás szektorban a forgási idő minden eleme romló tendenciát mutat az M&A-tranzakciót követően.

Abban az esetben, ha a működési cash-ciklus meghaladja a szállítói tartozások rendezésének idejét, a szóban forgó vállalkozásműködésének finanszírozásához likvid forrásra van szükség. Az 1. ábra szerint a felvásárló vállalatok a tranzakciót megelőzően, de azt követően sem rendelkeztek többletfinanszírozási forrással a három vizsgált szektorban. Az ipar szektorban történt felvásárlások végrehajtását követően az érintett cégek átlagosan 1 hónapos időtartamra igényeltek operatív finanszírozási forrást a zökkenőmentes működésük érdekében. A kereskedelem szektorban a finanszírozási idő értéke mérsékelt csökkenést mutatott a felvásárlást követő években, ami azt jelenti, hogy egyre rövidebb időszak igényelt likvid finanszírozási forrást. A szolgáltatás szektor vizsgált cégei az akvizíciót követő években egyre hosszabb időtartamra igényeltek finanszírozási forrást.

1. ábra

A finanszírozási idő alakulása az ipar, a kereskedelem és a szolgáltatás szektorokban létrejött M&A ügyletek előtt és után

(napokban)



Forrás: Saját számításokon alapuló szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján

Az 1. táblázat segítségével ellenőrizhetjük, hogy a felvásárló vállalatok a vevői követelések behajtásából finanszírozták-e a szállítói tartozásaikat. A vevői követelések behajtási ideje minden szektorban alacsonyabb a szállítói tartozások rendezési idejéhez képest, ami azt jelenti, hogy a felvásárló cégek az M&A-ügylet előtt és után is a vevői követelések behajtásából finanszírozták a szállítói tartozásaikat (kivéve az ipar szektor a felvásárlást megelőző évben).

A 2. táblázat szerint a kereskedelem szektorban vizsgált M&A-ügyletek forgótőke értéke mérsékelten csökkenő tendenciát mutat a felvásárlást követő években. Az ipar szektor M&A-tranzakcióinak végrehajtása után az átlagos forgótőkeértékek, bár pozitívak voltak, de jelentős mértékben csökkentek. A szolgáltatás szektor negatív értékei azt jelzik, hogy a forgóeszközök nem nyújtottak fedezetet a rövid lejáratú kötelezettségek rendezésére sem az M&A-ügylet létrejötte előtt, sem pedig azt követően.

2. táblázat

A forgótőke alakulása az ipar, a kereskedelem és a szolgáltatás szektorokban létrejött M&A-ügyletek előtt és után

(ezer HUF)

Szektor	t-1	t ₀	t+1	t+2
IPAR	41 170 931	32 186 969	(!)9 043 532	(!)1 662 491
KERESKEDELEM	15 086 093	12 548 847	12 418 549	15 353 865
SZOLGÁLTATÁS	-129 908 748	-150 064 527	(!)-162 946 744	(!)-86 346 634

Forrás: Saját számításokon alapuló szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján

A 3. táblázat szemlélteti a vizsgált időszakban a forgóeszközök összetételét. Az ipar nemzetgazdasági ágban – az M&A-tranzakciók előtt és után – a forgóeszközök több mint 80 százaléka a készletek és a követelések értéke. Ez azt jelenti, hogy a forgótőke nem likvid. A kereskedelem szektorban – az akvizíció előtt és után – ez az érték még magasabb, vagyis 90 %.

Az időtartam mutatószám-kalkulálásával a finanszírozási kockázat mértékére is lehet következtetni, mivel a számítással a következő kérdésre tudunk válaszolni: Vajon a vállalkozások hány napig tudnának úgy működni, hogy nincsen bevételek, miközben a működési kiadásait a pénzeszközöikből, a likvid és a forgatási célú értékpapírjaikból, valamint a vevői követeléseik behajtásából képesek fedezni? – Ehhez összeadjuk a vevői követeléseket, a likvid értékpapírokat és a pénzeszközöket, és elosztjuk az egy napra jutó működési kiadások (anyagjellegű, személyi jellegű és egyéb ráfordítások) nagyságával (Katits 2002).

3. táblázat

Az ipar, a kereskedelem és a szolgáltatás szektorokban létrejött M&A-ügyletek előtt és után a likvid és a nem likvid forgóeszközök arányának alakulása

(%)

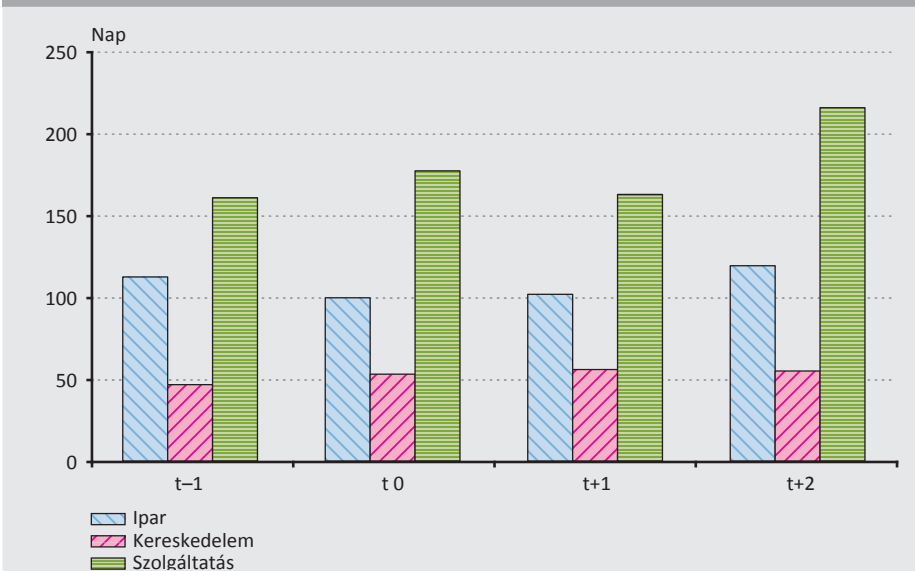
Megnevezés	t-1	t ₀	t+1	t+2
IPAR				
Likvid forgóeszközök aránya	14,6	12,9	15,9	19,5
Nem likvid forgóeszközök aránya	85,4	87,1	84,1	80,5
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0
KERESKEDELEM				
Likvid forgóeszközök aránya	2,7	3,4	6,2	9,5
Nem likvid forgóeszközök aránya	97,3	96,6	93,8	90,5
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0
SZOLGÁLTATÁS				
Likvid forgóeszközök aránya	22,0	16,8	24,6	18,7
Nem likvid forgóeszközök aránya	78,0	83,2	75,4	81,3
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0

Forrás: Saját számításokon alapuló szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján

2. ábra

Az időtartam mutatószám alakulása az ipar, a kereskedelem és a szolgáltatás szektorokban létrejött M&A-ügyletek előtt és után

(napokban)



Forrás: Saját számításokon alapuló szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján

A 2. ábra szerint az időtartam mutatószám mindhárom szektorban emelkedett a felvásárlást követő 2. évben. Ebből arra következtetünk, hogy a cégek felvásárlás előtt és után is tudták volna finanszírozni működésüket a likvid forgóeszközöikből úgy, hogy semmilyen bevételük nincsen. A kiemelkedő értéket – átlagosan 169 napot – a szolgáltatás szektor felvásárlásai által érintett cégek érték el a vizsgált években.

Az ipar szektorban, a felvásárlással létrejött vállalkozások időtartam mutatóinak átlagos értéke 108 nap a vizsgált időszakban, míg a kereskedelem nemzetgazdasági ágban 52 nap.

A következő részben a felvásárlás előtt és után kialakult megtérülési rátákat⁷ vizsgálom. Az ún. Du Pont-modellel, amelyet az 1920-as évek elején a Du Pont cég fejlesztett ki, a ROA- és a ROE-rátákat lehet tényezőkre (részmutatókra) bontani, így további információhoz jutunk a vállalat jövedelmezőségéről és hatékonyságáról. A ROA-rátát két tényezőre, az eszközhatékonyságra és a nettó profithányadra (2. képlet), míg a ROE-rátát öt tényezőre (4. képlet) lehet felbontani: az adóteher-rátára, a kamatteher-rátára, a működésiprofit-hányadra, az eszközhatékonyságra és a részvénytőke-szorzóra (Jae 2012).

$$ROA = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Total Assets}} \quad (1)$$

$$ROA = \left(\frac{\text{Net Sales}}{\text{Total Assets}} \right) \times \left(\frac{\text{Net Sales}}{\text{Total Sales}} \right) \quad (2)$$

$$ROE = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Equity}} \quad (3)$$

$$ROE = \left(\frac{\text{Net Profit}}{\text{EBT}} \right) \times \left(\frac{\text{EBT}}{\text{EBIT}} \right) \times \left(\frac{\text{EBIT}}{\text{Net Sales}} \right) \times \left(\frac{\text{Net Sales}}{\text{Total Assets}} \right) \times \left(\frac{\text{Total Assets}}{\text{Equity}} \right) \quad (4)$$

$$ROE = ROA \times \left(\frac{\text{Total Assets}}{\text{Equity}} \right) \quad (5)$$

$$\text{EBIT} = \text{Adózás előtti eredmény} + \text{Fizetett kamatok és kamatjellelű ráfordítások} \quad (6)$$

⁷ A ROI (Return on Investments)-rátát nem számolok, mivel ez nem a forgóeszközök, hanem a befektetett eszközök hatékonyságát vizsgálja, így közvetlenül nem kapcsolódik a vizsgált területhez.

A 4. táblázatban megfigyelhetjük azt, hogy az ipar szektorban történt M&A-tranzakciókat megelőző és követő években negatívak a ROA- és a ROE-értékek, és a felvásárlást követő 1. évben jelentős mértékben csökkentek. A ROA negatív értékét egyrészt a nettó profithányad, másrészt a romló eszközhatékonyság okozta. Az adóteher és a kamatteherráta értékének a növekedését ítéljük kedvezőnek, mivel ebben az esetben csökken a társasági adófizetési kötelezettség és a fizetendő kamatok és kamatjellegű ráfordítások értéke. Ebben a szektorban az M&A előtti és utáni években a működési, az adózás előtti és utáni, valamint a mérleg szerinti veszteség miatt a kamat- és adóteherráta értékét értelmetlen számszerűsíteni. A finanszírozási forrásszerkezetre utaló részvénytőkeszorzó értékei 1-nél magasabbak minden vizsgált évben. A felvásárlást követő 2. évben az összes eszköz értéke közel háromszorosa a saját tőkének, ami azt jelenti, hogy az eszközök finanszírozása – a saját tőkéhez képest – nagyobb mértékű idegen forrásbevonással történt.

A kereskedelem szektorban a felvásárlást követő években a ROA- és a ROE-értékek alacsonyabbak, mint a felvásárlást megelőzően. A tranzakciót követően sem a működési, sem pedig a nettó profithányad értéke nem javította jelentős mértékben a ROA- és ROE-rátákat. A felvásárlást követően a ROE kedvező alakulását befolyásolta az adóteher- és a kamatteherráta értékének emelkedése, azaz az adófizetési és a kamatfizetési kötelezettség csökkent.

Az eszközhatékonyság kedvezőtlenül befolyásolta a ROE növekedését, mivel értékük romlott a tranzakciót követő években. A finanszírozási szerkezetre utaló értékekből arra következtethetünk, hogy a felvásárlást jelentős mértékű idegen forrással finanszírozták.

A 4. táblázat eredményeinek értékeléséből még hátra van a szolgáltatás szektor. Ebben a szektorban a felvásárlást követően a ROA- és a ROE-értékek, bár pozitívak, de csökkenő tendenciát mutatnak, amelyet befolyásolt a csökkenő nettó profithányad, de nem javult sem az eszközhatékonyság, sem pedig a finanszírozási forrásszerkezet. Az adóteherráta elérte az 1 értéket a felvásárlást követő években, vagyis az adófizetési kötelezettség mérséklése növelte az adózott eredményt. A kamatteherráta értékének mérsékelten csökkenő tendenciája jelzi az egyesült vállalatok kamatfizetési kötelezettségeinek növekedését, amely a ROE mérsékelt csökkenését eredményezte.

4. táblázat

Az ipar, a kereskedelem és a szolgáltatás szektorban történt felvásárlások ROA- és ROE-rátái, valamint összetevőinek alakulása a DuPont-modell keretében a vizsgált M&A-tranzakciók előtt és után

Megnevezés	t-1	t0	t+1	t+2
IPAR				
ROA (%)	-1,6	-0,5	(!)-5,2	(!)-4,5
Eszközhatékonyság	1,1	1,2	(!)1,0	(!)0,9
Nettó profithányad (%)	-1,5	-0,4	(!)-5,2	(!)-5,0
ROE (%)	-3,3	-1,0	(!)-12,0	(!)-12,4
Adóteherráta	n.é.*	n.é.	n.é.	n.é.
Kamatteherráta	n.é.	n.é.	n.é.	n.é.
Működési profithányad (%)	0,3	1,3	(!)-3,2	(!)-3,1
Eszközhatékonyság	1,1	1,2	(!)1,0	(!)0,9
Részvénytőkeszorzó	2,0	2,0	(!)2,5	(!)2,7
KERESKEDELEM				
ROA (%)	6,2	3,1	4,0	4,7
Eszközhatékonyság	3,1	2,8	(!)2,7	(!)2,6
Nettó profithányad (%)	2,0	1,1	1,5	1,8
ROE (%)	16,0	8,2	11,8	13,8
Adóteherráta	0,8	0,7	0,8	0,9
Kamatteherráta	0,8	0,6	0,7	0,7
Működési profithányad (%)	3,1	2,1	2,6	2,8
Eszközhatékonyság	3,1	3,1	(!)2,7	(!)2,6
Részvénytők szorzó	2,6	3,0	3,0	3,0
SZOLGÁLTATÁS				
ROA (%)	4,9	4,5	(!)3,5	(!)2,8
Eszközhatékonyság	0,4	0,3	0,3	0,3
Nettó profithányad (%)	12,3	14,9	(!)11,8	(!)9,6
ROE (%)	11,0	10,1	(!)7,6	(!)6,3
Adóteherráta	0,9	1,0	1,0	1,0
Kamatteher ráta	0,6	0,7	(!)0,6	(!)0,5
Működési profithányad (%)	22,1	23,0	(!)20,0	(!)19,0
Eszközhatékonyság	0,4	0,3	0,3	0,3
Részvénytőkeszorzó	2,3	2,1	2,1	2,2
*Nem értelmezhető.				
Forrás: Saját számításokon alapuló szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján				

3. A céltársaságok forgótőke-gazdálkodásának elemzése a felvásárlást megelőző évben

Ebben a részben a céltársaságok felvásárlást megelőző évének vizsgálatából származó eredményeket közlöm. Ahogyan azt az 5. táblázatban láthatjuk, a forgási idő legalacsonyabb a kereskedelemben, míg az ipar és a szolgáltatás szektorok értékei közel kétszeres értéket mutatnak, amelynek oka a megmunkálási idő (az ipar szektorban) és a vevőkövetelések behajtási idejének magas értéke. Az M&A-tranzakciót megelőzően az ipar és a kereskedelem szektorban a céltársaságok forgási ideje 4 és 9 nappal alacsonyabb a felvásárló vállalatok forgási idejének értékéhez képest, míg a szolgáltatás szektorban a céltársaságok forgási ideje 28 nappal magasabb, mint a felvásárló vállalatok forgási ideje.

5. táblázat

A céltársaságok forgási idejének és összetevőinek, valamint a szállítói tartozások rendezési idejének alakulása az ipar, a kereskedelem és a szolgáltatás szektorokban létrejött felvásárlások előtt

(napokban)

Megnevezés	Ipar	Kereskedelem	Szolgáltatás
1. Raktározási idő	18	32	32
2. Megmunkálási idő	27	-	-
3. Vevői követelések behajtási ideje	41	9	46
4. Működési cash ciklus (1 + 2 + 3)	86	41	78
5. Pénzeszközök újrafelhasználási ideje	6	10	16
6. Forgási idő (4 + 5)	92	51	94
7. Szállítói tartozások rendezési ideje	41	44	32

Forrás: Saját számításokon alapuló szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján

Az ipar és a szolgáltatás szektorokban a magas vevőkövetelések miatt a finanszírozási idő pozitív: Az ipar szektorban működő céltársaságok finanszírozási ideje 45 nap, a szolgáltatás szektorban pedig 46 nap. Ennek következtében az ipar és a szolgáltatás szektorokban a céltársaságok a működésük fenntartása érdekében rövid lejáratú hitellel finanszírozták a működésüket. Erre a következtetésre jutunk az átlagos forgótőke értékeinek kalkulálásával is. Az ipar szektorban a céltársaságok átlagos forgótőkeértéke $-5\,299\,604$ ezer HUF, a szolgáltató szektorban $-6\,376\,760$ ezer HUF, amiből arra következtetünk, hogy a céltársaságok forgóeszközei nem nyújtanak fedezetet a rövid lejáratú kötelezettségek rendezésére. A kereskedelem szektorban a céltársaságok átlagos forgótőkeértéke, bár pozitív, $124\,532$ ezer HUF volt, azonban értéke töredéke a felvásárló társaságok átlagos forgótőke-értékéhez képest.

Az ipar szektorban a céltársaságok 76 napig, a szolgáltatóipari céltársaságok 77 napig, míg a kereskedelmi céltársaságok csupán 32 napig tudtak volna úgy működni,

hogy közben nincsen értékesítési árbevételük, miközben a működési kiadásait a pénzeszközökből, a likvid és a forgatási célú értékpapírjaikból, valamint a vevői követeléseik behajtásából képesek fedezni.

A 6. táblázatban megfigyelhetjük azt, hogy a három vizsgált szektorból a céltársaságok ROA- és ROE-értékei egyedül az ipar szektorban pozitívak. A felvásárló társaságok értékeivel összehasonlítva azt tapasztaljuk, hogy az ipar szektorban a céltársaságok értékei pozitívak, míg a felvásárló vállalatok értékei negatívak voltak az M&A tranzakció előtt. Ezzel ellentétben a kereskedelem és a szolgáltatás szektorokban a felvásárló vállalatok értékei pozitívak, míg a céltársaságok értékei negatívak voltak az M&A előtti évben. A DuPont-modell alkalmazásával arra tudunk következtetni, hogy a kereskedelem és a szolgáltatás szektorok negatív ROA- és ROE-értékeit befolyásolta a működési és a nettó veszteség. Az eszközhatékonyság rendkívül alacsony értéket mutatott az ipar és a szolgáltatás szektorokban: a szolgáltatás szektorban az értékesítés nettó árbevétele még az összes eszköz értékét sem érte el! A kereskedelem szektorban kedvezőbb volt a helyzet, mivel az összes eszköz közel háromszoros mértékben tért meg az értékesítés nettó árbevételéből. Mindhárom szektorban a céltársaságok és a felvásárló cégek részvénytőkeszorzói meghaladták az 1 értéket az M&A-tranzakció megvalósítása előtti évben. Az ipar szektorban a céltársaságok adóteher- és kamatteherrátái kedvező értékeket mutattak, mivel az értékük 1-hez közelített. A kereskedelem és a szolgáltatás szektorokban az adóteher- és a kamatteherráta értékeit nem számszerűsítjük a működési, az adózás előtti, és az adózás utáni veszteség miatt.

6. táblázat

Az ipar, a kereskedelem és a szolgáltatás szektorban működött céltársaságok ROA- és ROE-rátái, valamint összetevőinek alakulása a vizsgált M&A-tranzakciók létrejötte előtt és után a Du Pont-modell alkalmazásával

Megnevezés	Ipar	Kereskedelem	Szolgáltatás
ROA (%)	2,8	-2,5	-4,9
Eszközhatékonyság	1,4	2,8	0,8
Nettó profithányad (%)	2,0	-0,9	-6,2
ROE (%)	9,5	-8,1	-22,2
Adóteherráta	0,7	n.é.*	n.é.*
Kamatteherráta	0,6	n.é.*	n.é.*
Működési profithányad (%)	4,6	-0,5	-1,4
Eszközhatékonyság	1,4	2,8	0,8
Részvénytőkeszorzó	3,5	3,1	4,3

* Nem értelmezhető.

Forrás: Saját számításokon alapuló szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján

A vizsgálatok eredményeit összegezve megállapíthatjuk azt, hogy az ipar és a szolgáltató szektorban a céltársaságok forgótőke-gazdálkodása kedvezőtlenebb volt a felvásárló vállalatokhoz képest a felvásárlást megelőző évben. A kereskedelem szektorban a céltársaságok működési hatékonysága kedvezőbb a felvásárló vállalatokhoz viszonyítva, mivel a felvásárló vállalatok forgási ideje 60 nap volt, szemben a céltársaságok 51 napos forgási idejével. Tehát a céltársaságok inkább rontották, mint javították az egyesült vállalatok forgótőke-gazdálkodásának hatékonyságát.

4. Összefoglalás, következtetések és javaslatok

Napjainkig nem született olyan munka a magyarországi M&A-kutatásokban, amely vizsgálta volna felvásárló vállalatok forgótőke-gazdálkodásának hatékonyságát. Ezzel a munkával ezt a hiányt pótolom, amely a GVH által meghatározott küszöbértékek alapján reprezentatív az engedélyköteles felvásárlásokra vonatkozóan. Ebben a munkában azt tanulmányoztam, hogy a Magyarország területén megvalósult M&A-tranzakciók hogyan befolyásolták a céltársaságot felvásárló vállalatok forgótőke-gazdálkodásának hatékonyságát. A felvásárlás hatásainak elemzése kiterjedt a felvásárlást megelőző és az azt követő évre. Vizsgáltam a céltársaságok forgótőke-gazdálkodását is a felvásárlást megelőző évben.

A forgási időértékei és annak összetevői, a raktározási idő (a kereskedelem és szolgáltatás szektorban), a megmunkálási idő (az ipar szektorban), a vevői követelések behajtási ideje és a pénzeszközök újrafelhasználási ideje emelkedő tendenciát mutattak a vizsgált felvásárlásokat felölelő három nemzetgazdasági ágban, különös tekintettel a felvásárlást követő 2. évben. Ezek javítását szolgálhatják a következő intézkedések: (i) A pénzeszközök ne álljanak a (vásárolt anyag, áru és késztermék) készletekben! Ehhez szükséges ellenőrizni a készletezési politikán túl a logisztikai folyamatokat a készletezés költségeinek a minimalizálása érdekében! A felvásárlással járó integrációs szakaszt összeköthetjük a meglévő termelési és készletezési rendszerek átalakításával. (ii) Az ipar és a szolgáltatás szektorokban indokolt megvizsgálni, vagy éppen felülvizsgálni a vevői minősítési rendszert és kockázatkezelési politikát a vevői követelések behajtási idejének csökkentése érdekében! (iii) A vizsgált három szektorban a pénzeszközök újrafelhasználásának ideje növekedett, amit kedvezőnek ítélnénk a vállalatok likviditása szempontjából, ugyanakkor a (kész)pénztartás önmagában nem jövedelmező, ezért a vevőktől kapott ellenértéket mielőbb fordítsuk anyag- és árubeszerzésre.

A szállítói tartozások rendezési ideje emelkedett az ipar és a szolgáltatás szektorban a felvásárlást követő években. Ebből arra következtethetünk, hogy a *céltársaságot felvásárló vállalatok alkupozíciójának megerősödése mellett a szállítói tartozások rendezési idejének növelésével igyekeztek megoldani üzletmenetük finanszírozását a lassan realizálódó vevői követelések miatt.* A felvásárló vállalatok tárgyaljanak

a beszállítókkal az M&A-tranzakció megvalósításából eredő alkupozíciót kihasználva a hosszabb fizetési határidő, a diszkont- és a rabatt-kedvezmények megszerzése érdekében!

A finanszírozási idő számításából arra következtetünk, hogy *mindhárom szektorban a céltársaságot felvásárló vállalkozásoknak gondoskodni kellett likvid forgótőkééről és idegen forrásról* a zökkenőmentes működés érdekében.

A ROA és a ROE megtérülési ráták számításával, valamint a DuPont modell alkalmazásával arra tudunk következtetni, hogy a három vizsgált szektor a romló ROA és ROE értékeket romló *működési és a nettó jövedelmezőségi rátával érte el, és az eszközei árbevétel generáló képességén sem tudott javítani a felvásárlást követő években.*

Az eredményeket összegezve megállapítom azt, hogy az *ipar és a szolgáltató szektorban a felvásárló vállalatok* forgótőke-gazdálkodása a hatékonyságjavulás helyett *a hatékonyságcsökkenés jeleit mutatta az M&A-tranzakciót követően.* A *kereskedelem szektorban a felvásárlás* érdemlegesen nem rontotta, de *nem is javította a forgótőke-gazdálkodás hatékonyságát.* A céltársaságok forgótőke-gazdálkodása a felvásárlást megelőző évben egyik szektorban sem volt hatékony a felvásárló vállalatokéhoz viszonyítva (mivel magas volt a raktározási- és vevői követelések behajtási ideje, valamint a rövid lejáratú kötelezettségek meghaladták a forgóeszközöket).

A magyarországi eredmények hasonlóak az elméleti részben közölt külföldi empirikus eredményekhez, amelyek hatékonyságcsökkenést mutattak az M&A-tranzakciót követően. Az ebben a cikkben vizsgált időszak egybeesik a gazdasági válság éveivel, amelynek jelzései nem csupán a felvásárlást követő években, hanem a felvásárlást megelőző 1 év értékeiben is megmutatkoznak. Mivel a vizsgálatokat „külső elemző szemszögéből” végeztem, ezért a jövedelemtermelő képesség és a hatékonyság csökkenésére konkrét okokat nem, hanem tendenciákat, jelzéseket lehet megfigyelni a vizsgált időszoron.

Úgy vélem, hogy ha voltak is erőfeszítések az erőforrások átcsoportosítására és racionalizálására, úgy az nem járt a (forgótőke-) gazdálkodás javulásával. A kudarccal végződött felvásárlások okait ne csak a felvásárlást követő években, azaz az integráció időszakában keressük: a cégfelvásárlási döntés meghozatala előtt javaslom a *céltársaságok értékelemzését is magában foglaló due diligence-eljárás alkalmazását, amely a hazai M&A-pénzügy egyik módszertani bázisát jelenthetné – célirányosan és testreszabott módon.*

Felhasznált irodalom

- Alexandridis, G. – Fuller, K.P. – Terhaar, L. – Travlos, N.G. (2011): *Deal Size, Acquisition Premia and Shareholder Gains* <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.225.5116&rep=rep1&type=pdf>. Letöltés ideje: 2015. 01.25.
- Balogh Csaba (2006): *A határon átívelő akvizíciók és fúziók sikerességét meghatározó tényezők vizsgálata. Doktori disszertáció.* Budapesti Corvinus Egyetem.
- Bárczy Péter – Váradi Balázs – Vincze János (2008): *Közgazdaságtan és versenyjog: Alapfogalmak és gyakorlat.* Arsenicum Kiadó, Budapest.
- Bélyácz Iván (2007): *A vállalati pénzügyek alapjai.* Aula Kiadó, Budapest.
- Bélyácz Iván (2009): *Befektetési döntések megalapozása.* Aula Kiadó, Budapest.
- Bhattacharya, H. (2009): *Working Capital Management: Strategies and Techniques.* PHI Learning Pvt., New Delhi.
- Brealey, R.A. – Myers, S. (2003): *Principles of Corporate Finance.* McGraw-Hill Irwin. Boston.
- Brealey, R.A. – Myers, S. (2011): *Modern vállalati pénzügyek.* Panem Kiadó, Budapest.
- Bruner, R. (2010): *Applied Mergers and Acquisitions.* Wiley, Hoboken.
- Carline, N. F. – Scott, C. – Linn, B. – Yadav, P. K. (2009): *Operating Performance Changes Associated with Corporate Mergers and the Role of Corporate Governance.* Journal of Banking & Finance, Vol.33., No. 10: pp. 1829–1841.
- Carlton, D. W. – Perloff, J. M. (2003): *Modern Piacelmélet.* Panem kiadó, Budapest.
- Copeland, T. E. – Weston, J. F. (1992): *Financial Theory and Corporate Policy.* Addison-Wesley Publishing Company, Hoboken.
- Fazakas Gergely – Gáspár Bencéné – Soós Renáta (2003): *Bevezetés a pénzügyi és vállalati pénzügyi számításokba.* Tanszék Kft. Kiadó, Budapest.
- Global and Regional M&A: (2014): <http://www.mergermarket.com/pdf/Mergermarket%202014%20M&A%20Trend%20Report.%20Financial%20Advisor%20League%20Tables.pdf> Letöltés ideje: 2015.04.01.
- Hofmann, E. – Maucher, D. – Piesker, S. – Richter, P. (2011): *Ways Out of the Working Capital Trap: Empowering Self-Financing Growth.* Springer, Heidelberg.
- Howson, P. (2003): *Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions.* Gower Publishing Company, Aldershot.

- Jae, J. (2012): *Du Pont Analysis used to Dissect ROE*. <http://www.oldschoolvalue.com/blog/accounting/dupont-analysis-model-spreadsheet/> Letöltés ideje: 2015.05.28.
- Katits Etelka (2002): *Pénzügyi döntések a vállalat életciklusaiban*. KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft., Budapest.
- Katits Etelka – Szalka Éva (2015): *A magyar TOP 100 pénzügyi elemzése 2008–2013 között, avagy a növekedési lehetőségek feltárása*. Saldo Kiadó, Budapest.
- Köke, J. (2001): *Determinants of Acquisition and Failure: Stylized Facts and Lessons for Empirical Studies*. Discussion Paper No. 01-30. Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim.
- Kwoka, J. – Pollitt, M. (2010): *Do Mergers Improve Efficiency? Evidence from Restructuring the US Electric Power Sector*. International Journal of Industrial Organization, Vol. 28., No. 6: pp. 645–656.
- Mathur, S. B. (2007): *Working Capital Management And Control: Principles and Practice*. New Age International, New Delhi.
- McLaney, E. (2009): *Business Finance. Theory and Practice*. Prentice Hall, Edinburgh.
- Moyer, R. C. – McGuigan, J. R. – Kretlow, W. J. (2003): *Contemporary Financial Management*. Thomson/South-Western, Mason.
- Reed, S. F. – Lajoux, A. R. – Nesvold, H. P. (2007): *The Art of M&A: A Merger, Acquisition, Buyout Guide*. McGraw-Hill, New-York.
- Sagner, J. (2010): *Essentials of Working Capital Management*. John Wiley&Sons, Hoboken.
- Selcuk, E.A. – Yilmaz, A. A. (2011): *The Impact of Mergers and Acquisitions on Acquirer Performance: Evidence from Turkey*. Business and Economics Journal, Vol.2., No.1: pp. 1–8.
- Sinkovics Alfréd (2010): *Vállalati pénzügyi tervezés*. Complex Kiadó, Budapest.
- Snow, B. (2011): *Mergers and Acquisitions for Dummies*. John Wiley and Sons, Indianapolis.
- Szabó Márta – Pálinkó Éva (2004): *Vállalati pénzügyek*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest.
- Tsung-ming, Y. – Hoshino, Y. (2002): *Productivity and Operating Performance of Japanese Merging Firms: Keiretsu-related and Independent Mergers*. Japan and the World Economy, Vol. 14., No. 3: pp. 347–366.
- Wessels, D. – Koller, T. – Goedhart, M. (2010): *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 5. ed. Wiley, Hoboken.

1996. évi LVII. törvény a tisztességtelen piaci magatartás és a versenykorlátozás tilalmáról.
http://net.jogtar.hu/jr/gen/hjegy_doc.cgi?docid=99600057.TV Letöltés ideje: 2015. 01.20.

2013. évi CLXXVI. törvény egyes jogi személyek átalakulásáról, egyesüléséről, szétválásáról
http://net.jogtar.hu/jr/gen/hjegy_doc.cgi?docid=A1300176.TV Letöltés ideje: 2015. 01.20.

Igazságügyi Minisztérium – Céginformációs és az Elektronikus Cégeljárásban Közreműködő Szolgálat

<http://e-beszamolo.kim.gov.hu/> http://www.gvh.hu//data/cms1029820/Vj085_2014_m.pdf (A GVH Vj/85-13/2014. jelű határozata.) Letöltés ideje: 2015. 03. 04.