

Lestár Miklós

# Hat stratégiai ok a tőzsdére lépés mögött



Az elmúlt öt év bevezetéseinek tapasztalata

2007. május

## Tartalomjegyzék

1. Bevezetés.....	3
2. Intézményi közgazdaságtan.....	5
2.1. Információs aszimmetriák.....	5
2.2. Megbízó-ügynök elmélet.....	6
2.3. A tranzakciós költségek és a tulajdonjogok elmélete.....	7
3. Stratégia.....	9
3.1. A stratégia értelmezése.....	9
3.1.1. A stratégia fogalma.....	9
3.1.2. A stratégia szintjei.....	10
3.2. A vállalati stratégia fő irányai.....	11
3.3. Növekedési stratégiák.....	12
3.3.1. A növekedés iránya.....	12
3.3.2. A növekedés módja.....	14
3.4. Diverzifikáció.....	15
3.4.1. Diverzifikációs stratégiák.....	15
3.4.2. Portfólió modellek.....	16
3.4.3. Szinergiák.....	17
4. Vállalati pénzügyek.....	19
4.1. Finanszírozási források.....	19
4.2. A tulajdonosok típusai.....	20
4.3. Nyilvános és zártkörű működés.....	23
4.4. A stratégia és a pénzügy kapcsolata.....	24
5. A tőzsdei jelenlét problémái és kezelésük.....	26
5.1. Kockázatcsökkentő diverzifikáció.....	26
5.2. Rövidlátás.....	27
5.2.1. Tervezési időhorizont és befektetési látótávolság.....	27
5.2.2. Rövidlátó menedzsment.....	28
5.2.3. Rövidlátó tulajdonosok.....	29
5.2.4. A rendszer egyéb tényezői.....	30
5.3. A tulajdonosok befolyása a stratégiára.....	30
5.4. Felvásárlások és védekezési taktikák.....	31
5.5. Teljesítményértékelés és motiváció.....	33

6. Rövid áttekintés a magyar tőkepiacról.....	35
7. A tőzsdei jelenlét mint a tulajdonos stratégiájának eszköze .....	37
7.1. Kiszállási lehetőség .....	37
7.2. Értékmérés .....	39
8. A tőzsdei jelenlét mint a vállalat stratégiájának eszköze.....	41
8.1. A növekedés finanszírozása.....	41
8.1.1. Növekedési stratégiák .....	41
8.1.2. Tőkebevonás .....	45
8.1.3. Értékteremtés vagy kockázatcsökkentés? .....	47
8.2. A marketing stratégia támogatása .....	47
8.2.1. A tőzsdei tudósítás mint hirdetési felület.....	47
8.2.2. Az image javítása .....	49
8.3. A humán erőforrás motiválása .....	51
8.4. Portfóliótisztítás .....	52
9. A tőzsdei jelenlét hatása a tulajdonos stratégiájára .....	54
9.1. A stratégiaalkotási folyamat változása .....	54
9.2. A kapcsolódó vállalatokban fennálló részesedések tisztázása .....	54
10. A tőzsdei jelenlét hatása a vállalat stratégiájára.....	56
10.1. A függetlenség elvesztésének lehetősége .....	56
10.2. A befektetési időtáv változása .....	59
10.3. Transzparens működés.....	61
11. Konklúzió .....	64
Irodalomjegyzék .....	67
Elméleti cikkek, könyvek.....	67
Társasági dokumentumok .....	73
A. Melléklet – A BÉT forgalmát jellemző adatok .....	74
B. Melléklet – Az Állami Nyomda bemutatása.....	75
C. Melléklet – A Bookline bemutatása.....	76
D. Melléklet – A Freesoft bemutatása .....	77
E. Melléklet – A TvNetWork bemutatása .....	78
F. Melléklet – A Graphisoft és a Graphisoft Park árfolyama.....	79

## 1. Bevezetés

Dolgozatomban a vállalati stratégia és a tőzsdei jelenlét kapcsolatát elemzem. Megvizsgálom, hogy a tulajdonosok és a vállalat stratégiáját miként támogathatja a tőzsdei bevezetés, illetve, hogy a tőzsdei jelenlét hogyan hat a stratégiára.

A kérdés megválaszolása érdekében az utóbbi öt évben a Budapesti Értéktőzsdére bevezetett társaságokat, vagyis a Freesoftot, az Állami Nyomdat, a Bookline-t és a TvNetWorköt elemzem részletesen, illetve röviden kitérek a Graphisoft Park esetére is.

Azért választottam ezt a témát, mert a vállalati stratégia és a pénzügyek két olyan tudomány, melyek régóta foglalkoztatnak, így érdekesnek tartottam egy olyan kérdést alaposabban megvizsgálni, amely az említett két szakterület határán helyezkedik el.

A téma mások számára is érdekes lehet. Reményeim szerint dolgozatom felhívja a vállalatok figyelmét, hogy a tőzsdére lépésben milyen lehetőségek vannak, illetve segítséget nyújt a nyilvánossá válásról szóló döntés meghozatalában. Ezen kívül a BÉT számára is hasznos lehet a vállalatok igényeinek megismerésében, ami pedig nélkülözhetetlen ahhoz, hogy több vállalatot csalogassanak a parketre.

Tanulmányomban csak a tőzsdei bevezetésekkel foglalkozom. A stratégia és a tőzsdei jelenlét kapcsolatának szempontjából a kivezetés mögött meghúzódó megfontolások is érdekesek, azonban a nem nyilvánosan működő társaságok alacsonyabb transzparenciája és a területi korlátok miatt erre nem térek ki. A regionális tőzsdék közötti verseny, illetve a tőzsdei közvetítés makrogazdasági előnyeinek vizsgálata szintén meghaladja jelen dolgozat kereteit.

Az információgyűjtés során nagyrészt a társaság vezetőivel és befektetési kapcsolattartóival folytatott interjúkra támaszkodtam. Az Állami Nyomda, a Bookline, a Freesoft és a TvNetWork illetékeseivel folytatott beszélgetés során – a mélyebb megértés érdekében – kiegészítendő, nem pedig eldöntendő kérdéseket tettem föl. A Graphisoft Parkot és az Állami Nyomda egyik korábbi tulajdonosát, a Royaltont is megkerestem hasonló módon, de velük csak telefonon sikerült beszélnem. Ezen kívül felhasználtam a vállalatok nyilvános dokumentumait (kibocsátási tájékoztató, éves jelentések, gyors jelentések), illetve a sajtóban róluk megjelent cikkeket.

Jelen dolgozatomban a Budapesti Corvinus Egyetemre leadott diplomamunkám kiegészített és módosított változata.

A tanulmány megírásával kapcsolatban jelentős segítséget nyújtott konzulensem, Balaton Károly, és az említett cégek interjúalanyai: Karakó Tamás (Állami Nyomda); Dietrich Tamás (Bookline); Antosz Titusz, Dr. Móricz Gábor (Freesoft); Nemes Attila és Vajda Tímea (TvNetWork). Hozzájárulásukat ezúton szeretném megköszönni.

Dolgozatom elméleti (2.-5. fejezet) és gyakorlati (6.-11. fejezet) részre osztható. Az intézményi közgazdaságtan releváns modelljeinek ismertetése után bemutatom, hogy a vállalati stratégia milyen kérdésekkel foglalkozik, majd a vállalati működés finanszírozásának lehetőségeit, illetve a stratégia és a pénzügyek közötti kapcsolatot elemzem. Ezt követően a tőzsde intézményéből származó két gyakorlati probléma (értékromboló diverzifikáció, rövidlátás), és a kezelésüket szolgáló három módszer kifejtése következik.

A gyakorlati rész az alábbi mátrix szerint strukturálható. Egyrészt a stratégia oldaláról a tőzsdei megjelenés iránt támasztott igényt, másrészt a tőzsdei jelenlétnek a stratégiára gyakorolt hatását tanulmányozom. Ennek során két nézőpontból, az adott vállalat, és az azt birtokló tulajdonosok szempontjából vizsgálom a kérdést.

	<b>A stratégia hatása a tőzsdére</b>	<b>A tőzsde hatása a stratégiára</b>
<b>Tulajdonos</b>	Kiszállási lehetőség Értékmérés	A stratégiaalkotási folyamat Tulajdonosi összefonódások
<b>Vállalat</b>	A növekedés finanszírozása Marketing Humán erőforrás Portfoliótisztítás	Függetlenség Rövidlátás Nyilvánosság

Végül az utolsó fejezetben összefoglalom a következtetéseket, melyek elsősorban a tőzsdei bevezetést mérlegelő gyakorlati szakemberek számára lehetnek fontosak.

Mivel több céget is elemeztem, ezek részletes bemutatása hosszú lenne, így csak a mellékletekben adok rövid áttekintést róluk. A vizsgált vállalatok transzparens működése miatt az információk bárki számára hozzáférhetőek, ami szintén amellet szól, hogy dolgozatomban az érdemi kérdésekre összpontosítsak.

## 2. Intézményi közgazdaságtan

### 2.1. Információs aszimmetriák

A neoklasszikus mikroökonómia számos olyan feltevessel él, melyek a gyakorlatban nem érvényesülnek. Ezek egyike, hogy a gazdasági szereplők azonos információkkal rendelkeznek. A tulajdonosok és a vezetők stratégiáját vizsgálva ezt a kikötést mindenképp fel kell oldani, hiszen a menedzsment szinte mindig tájékozottabb, mint a részvényesek, sőt az utóbbiak között is jelentős különbségek lehetnek annak függvényében, hogy mióta tulajdonosai az adott cégnek, illetve mekkora részesedéssel rendelkeznek.

Dolgozatom témájával kapcsolatban az információs aszimmetria problémája elsősorban a vállalatok tőzsdére vitelekor jelentkezik. Az ezzel kapcsolatos szakirodalom áttekintése előtt néhány fogalmat definiálni kell. A tőzsdei bevezetés (listing) azt jelenti, hogy a társaság részvényeit a tőzsde nyilvántartásba veszi, és lehetővé teszi, hogy a befektetők kereskedjenek a papírral, a vállalat pedig eleget tesz a tőzsde előírásainak (például jelentési kötelezettség). A nyilvános értékesítés (public offering) során egy előre meghatározott árverési mechanizmus keretében széles befektetői közönség számára értékesítenek részvényeket. Ezen belül az elsődleges nyilvános forgalomba hozatal (initial public offering) esetén újonnan kibocsátott, vagyis olyan részvényekről van szó, amelyek a vállalat tőkeemeléséből származnak.

Nyilvános forgalomba hozatal esetén, különösen, ha az a bevezetéssel együtt történik, a leendő új tulajdonosok általában nem rendelkeznek elegendő információval, és ez alulárúhoz vezet, mert a befektetők nem tudják eldönteni, hogy – leegyszerűsítve a problémát – jó vagy rossz minőségű cégről van szó. Az információs aszimmetriákkal foglalkozó szakirodalom szerint ilyen helyzetben a „jó” cégek számára a követendő taktika, hogy szignálózással informálják a befektetőket arról, hogy az ő társaságuk valóban jó. Mivel azonban a rossz vállalatok is szeretnék magukról elhitetni, hogy jól működnek, olyan akciókat kell végrehajtani, amelyek egy jó társaságnak nem okoznak nagy kárt, de egy rossz cég már nem tenné meg, mert többet vesztené rajta, mint amennyit a befektetők félreinformálásával nyer.

Erre több módszer is ismert: Cohen-Dean [2005] a legitim (szakmai és vezetői tapasztalatokkal rendelkező) felső vezetést tartja célszerű megoldásnak, Wang-Iqbal [2006] pedig neves auditor cég megbízását és jelentős tulajdoni rész megtartását ajánlja. A szignálózáson kívül az információs aszimmetria csökkentése is eredményes lehet, Derrien-Kecskés [2007] szerint ennek egy

lehetséges módja, hogy először csak bevezetik a vállalatot, a nyilvános értékesítést pedig később tartják, mikor a befektetők már jobban megismerkedtek a céggel.

## 2.2. Megbízó-ügynök elmélet

A megbízó-ügynök elmélet azt a kérdést vizsgálja, hogy a megbízó hogyan tud olyan szerződést kötni az ügynökkel, hogy az az ő érdekeinek megfelelően járjon el. Alapvető feltevései az előző pontban tárgyalt információs aszimmetrián kívül a kockázat és az opportunizmus. Utóbbi a rendszer szabályaihoz történő „elvtelen alkalmazkodást” jelent, és az ügynök önérdekkövetése során érvényesül. A probléma forrása, hogy a két fél érdekei nincsenek teljes mértékben összhangban, és – az ügynök kockázatkerülése miatt – a felelősség teljes áthárítása nem a legjobb megoldás.

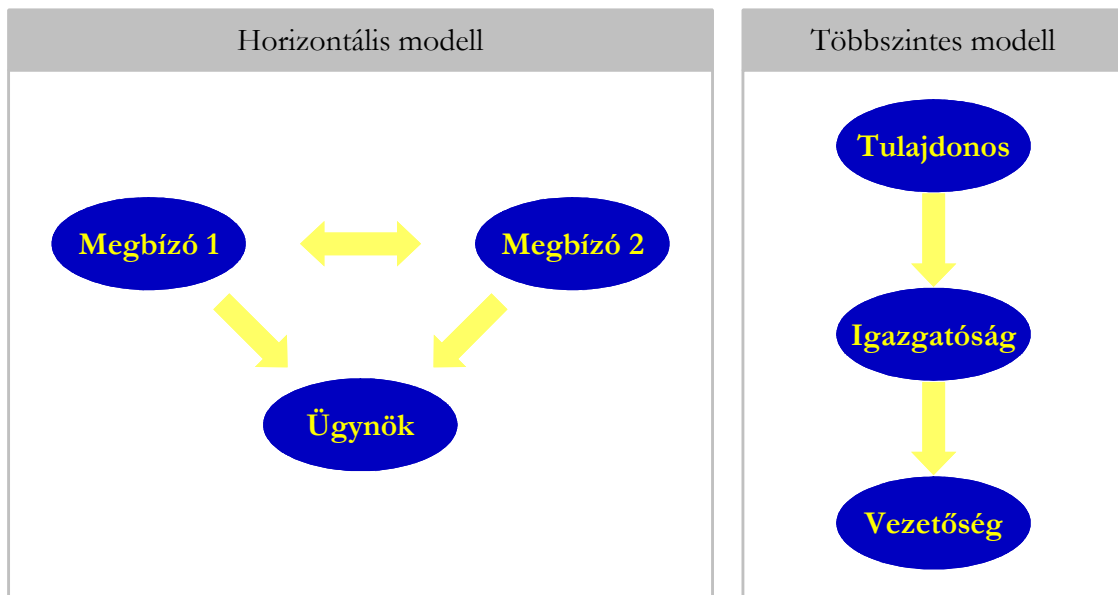
A megbízó-ügynök modell a hitelezők és a részvényesek, illetve a tulajdonosok és a vezetők kapcsolatának elemzésére is használható. Az első esetben a vállalat kockázatok mértéke miatt alakul ki érdekkülönbség – előbbieket a nagyobb nyereségből nem részesülnek, a nagyobb kockázatból viszont igen. A második esetben pedig a konfliktus alapja, hogy a tulajdonosok a részvényesi érték maximalizálásában érdekeltek, míg a vezetőket egyéb célok is motiválják: Állásuk megtartása érdekében csökkenteni akarják a kockázatokat, társadalmi elismertségük és hatalmuk gyarapítására törekedve növelni akarják a vállalat méretét.

A probléma gyakorlati jelentőségére a 2001-es amerikai könyvelési botrányok is felhívták a figyelmet (erről részletesen Anonymus [2002] számol be). A nagy méretű csalásokra adott válaszként számottevően szigorították a beszámolás szabályait és növelték a vezetők jogi felelősségét (Sarbanes-Oxley-törvény). Ugyanakkor a szigorúbb szabályozás hatására sok vállalat kivonult a tőzsdéről (Bushrod [2006]). Ebből látható, hogy a felelősség növelésének is ára van, tehát nem érdemes minden kockázatot a vezetőkre hárítani.

Az alapmodellből kiindulva több variánst is kidolgoztak. A többszintes megbízó-ügynök kapcsolat arról szól, hogy az első szereplő megbízza a másodikat, az pedig a harmadikat, így a második egyszerre megbízó és ügynök is. Woidtke [2001] például az intézményi befektetőket vizsgálja ezzel a modellel. Emellett a részvényesek és a menedzsment között közvetítő igazgatóság is hasonló helyzetben van.

A horizontális, vagy megbízó-megbízó modellek pedig azt vizsgálják, hogy ha egynél több megbízó ad feladatot egy ügynöknek, akkor milyen konfliktus alakulhat ki a különböző megbízók érdekei között. (például Bernheim-Whinston [1986]). Ezzel kapcsolatban Johnson et al [2000]

érdekes esettanulmányokat ír. Olyan helyzeteket mutatnak be, mikor a meghatározó befolyással rendelkező befektető a többi részvényes kárára érvényesítette érdekeit: Az egyik esetben például a többségi tulajdonos akaratának megfelelően a vállalat a szóban forgó tulajdonos egy másik cégétől a piaci árnál drágábban vásárolt bizonyos szolgáltatásokat. A szerzők ezt a jelenséget alagútfúrásnak (tunneling) hívják, utalva arra, hogy gyakorlatilag az eszközök kicsempészéséről van szó.



Davis et al [1997] egy új megközelítést állít szembe a megbízó-ügynök modellel, kétségbe vonva annak emberképet. A stewardship elmélet szerint a menedzsereket nem csak a pénz, hanem magasabb rendű motivációk is vezetik, mint például a növekedés vagy a sikeresség, és nem önérdékkövetők, hanem a közösséget szolgálják. Az, hogy a két modell közül melyik írja le jobban a valóságot, nem elvi, hanem gyakorlati kérdés; én az ügynök elmélet életszerűbbnek tartom.

### 2.3. A tranzakciós költségek és a tulajdonjogok elmélete

A tranzakciós költségek elmélete abból indul ki, hogy az egyes gazdasági ügyletekhez jelentős mennyiségű tranzakciós (vagyis olyan költség, amely egy „Robinson Crusoe-gazdaságban” nem merült volna fel) kapcsolódik. Ilyenek az információszerzéssel és kereséssel, az alkuval és a szerződés megkötésével, illetve betartásával kapcsolatos ráfordítások. Ezek pedig meghatározzák, hogy egy adott tranzakciót milyen gazdasági mechanizmus (piac vagy hierarchia) keretében lehet hatékonyan végezni.

Ez az elmélet a tőkeszerkezetre vonatkozóan is fontos következtetésekkel szolgál: Williamson [1988] szerint a kölcsön és a saját tőke kormányzási mechanizmusként is felfogható, előbbi merev szabályokat ír elő, míg utóbbi sokkal szabadabb döntést tesz lehetővé. A szerző megállapítása szerint a specifikus, nehezen eladható eszközöket kell saját tőkéből, a forgalomképes, likvid vagyontárgyakat pedig idegen tőkéből finanszírozni.

A tranzakciós költségek gazdaságtanához szorosan kapcsolódik a tulajdonjogok elmélete, amely azzal foglalkozik, hogy hogyan kell a tulajdonjogokat megszabni annak érdekében, hogy az azzal kapcsolatos tranzakciós költségek, vagyis a meghatározásukhoz, ellenőrzésükhöz és kikényszerítésük kapcsolódó ráfordítások a lehető legalacsonyabbak legyenek.

A tulajdon és a stratégia viszonyához kapcsolódik Demsetz-Lehn [1985] szimmetrikus tulajdon elmélete is. A kockázatok minimalizálása érdekében az egyes befektetők minél kisebb részesedésre törekcsenek egy-egy cégben. A potyautas probléma miatt ez a menedzsment gyenge ellenőrzéséhez vezet. Ugyanakkor a társaság feletti kontroll bizonyos helyzetekben értékessé válik, mert a döntések befolyásolásával a vállalat értéke növelhető. Így a koncentrált tulajdon nagyobb kockázatából származó költség és az irányítás megszerzésével teremthető érték egymáshoz viszonyított nagysága alapján alakul ki a tulajdonosi szerkezet. Az említett két tényező pedig elsősorban az iparágtól és a vállalat stratégiájától függ, tehát az elmélet szerint a stratégia határozza meg a tulajdonosi szerkezetet.

## 3. Stratégia

### 3.1. A stratégia értelmezése

#### 3.1.1. A stratégia fogalma

A vállalati stratégia és a tőzsdei jelenlét kapcsolatának vizsgálatához elengedhetetlen a stratégia fogalmának meghatározása. A szakirodalomban még nem alakult ki egységes álláspont arról, hogy mit is értünk stratégia alatt. Az Economist 1993-ban odáig ment, hogy egy cikkében (Anonymus [1993]) azt írja, „...a vállalatok tanácsadási megbízásaiért tülekedő tanácsadók és elméleti szakemberek nem tudnak megegyezni még abban a legalapvetőbb kérdésben sem, hogy pontosan mi is a vállalati stratégia.”

A stratégia szó az ógörög *strategos* kifejezésből származik, mely hadvezetésnek fordítható (*stratos* – hadsereg, *ago* – vezetés). A menedzsment tudományon kívül más diszciplínákban is használják. A hadtudományban is több definíció létezik rá, Clausewitz [1832] például a következőképpen határozta meg: „Felosztásunk szerint tehát, a taktika a fegyveres erők ütközetben történő alkalmazásának tana, míg a stratégia az ütközeteknek a háborús cél érdekében történő alkalmazásának tana.” Ehhez hasonlóan a gazdasági társaságok esetében is a stratégia a célhierarchia tetején helyezkedik el, az alapvető célok megvalósítást szolgálja, és ennek érdekében taktikai (operatív) célokat tűz ki.

Játékelméleti szempontból pedig a stratégia egy olyan függvény, amely minden elképzelhető szituációhoz hozzárendeli a játékos által megvalósítandó lépést. Nem azonos tehát az egyedi akciókkal, hanem egy komplex cselekvési tervként értelmezhető. Ez a megközelítés a vállalati stratégia módszertanából a forgatókönyv tervezés gondolatához hasonlít. A játékelmélet ezen kívül megerősíti azt a régóta ismert közhelyet is, hogy „az információ hatalom” – a stratégia eltitkolása a többi szereplő előtt hozzájárulhat a játékos sikeréhez. Az információ szerepéről Rasmusen [1989] könyve jó összefoglalást ad.

A menedzsmenttudományban nincs mindenki által elfogadott definíció a stratégiára, mivel egy nagyon komplex jelenségről van szó. A komplexitás Hambrick [1980] szerint egyrészt abból származik, hogy a környezettől és az iparágtól függően a stratégia más-más eleme lehet hangsúlyos, másrészt abból, hogy – mint a következő alfejezetben kifejtem – több szinten értelmezhető. Porter [1996] például – alapvetően üzletági szinten gondolkodva – stratégiai pozícióként értelmezi, és – megkülönböztetve az operatív hatékonyságtól – egy egyedi

tevékenység kombináció kialakításában látja a lényegét. Ezt a gondolatot összevetve Magretta [2003] cikkével, amelyben a stratégiát az üzleti modelltől elhatárolva utóbbi fő kérdésében abban látja, hogy „miként illeszkednek egymáshoz az üzlet darabkái”, láthatjuk, mekkora ellentétek vannak az egyes szerzők felfogása között. Az utóbbi két felfogásban egyébként közös, hogy a versenyt központi kérdésként kezelik, így nyilván eltér a meghatározásuk egy speciális környezetben működő vállalat, például egy természetes monopólium, vezetőjének értelmezésétől.

A stratégia Mintzberg [1987] szerint sem írható le egyetlen egzakt meghatározással, ezért egy eklektikus definíciót alkotott, mely öt P néven vált közzismertté. A stratégia egyrészt egy előzetesen, tudatosan kialakított terv (plan), mely lehet teljesen általános, de lehet specifikus is. Utóbbihoz tartozik a stratégia trükként (ploy) való értelmezése, ami a katonai diszciplína hadicsel (stratagem) fogalmához hasonlóan nem egy jól strukturált programot, hanem egy szellemes, gyakran az ellenfelet megtévesztő manővert jelent. Ugyanakkor a stratégia előzetes formális tervezés nélkül, időközben is kialakulhat, azáltal, hogy a vállalat következetes döntéseket hoz (például mindig az alacsonyabb ráfordítással járó megoldást választja, és ezáltal költségdiktálónak válik); ekkor stratégia alatt egy viselkedési mintát (pattern) értünk. A stratégia pozícióként (position) való meghatározásakor a vállalat külső környezethez való viszonya, az iparágban elfoglalt helyzete (például niche piacok kiszolgálása) kerül előtérbe. Végül a szemléletmód (perspective) koncepció ezzel szemben befelé tekint, a vállalkozás alapvető szellemiségét, vízióját állítja középpontba.

### 3.1.2. A stratégia szintjei

A stratégia minden szervezet esetében több szinten létezik. Ezek mindegyike saját belső logikával rendelkezik, ugyanakkor egymással is összekapcsolódnak. Az állami szférában például a kormánynak lehet gazdasági, vidékfejlesztési, foglalkoztatási és fejlesztési stratégiája. Az előző alfejezetben említett Clausewitz-idézetnek megfelelően a hadseregben is elkülöníthető két szint: a stratégia és a taktika, melyek alá-fölérendeltségi viszonyban vannak egymással.

Nincs ez másként a gazdasági társaságok esetében sem. Griffin [1990] három szintet különböztet meg. A vállalati stratégia kijelöli a fő stratégiai irányt (grand strategy) és az üzleti portfólió menedzsmentjével foglalkozik. Az üzletági stratégia azt határozza meg, hogy a vállalat egy-egy piacon hogyan versenyez, illetve hogyan alkalmazkodik a környezetéhez. Végül a funkcionális stratégiák egy-egy tevékenységre vonatkoznak: marketing, pénzügy, termelés, kutatás-fejlesztés, emberi erőforrás menedzsment.

Johnson-Scholes [2002] is az előbbihez nagyon hasonló felosztást ír le, ám nála a vállalati és az üzletági mellett az operatív stratégia a harmadik szint, ami nem csak funkcionális területekre, hanem erőforrásokra és folyamatokra (például piaci behatolás) is vonatkozhat. A három szint között azonban szerintem nincs mindig egyértelmű alárendeltségi kapcsolat. Bár a vállalati szinte mindig az üzletági fölött áll, azonban a funkcionális/operatív stratégia származhat közvetlenül a vállalati stratégiából is, például ha az összes stratégiai üzleti egység személyzeti ügyeit a központ intézi – ekkor az üzletági és a funkcionális stratégia mellérendelt viszonyba kerül.

Az üzletági és vállalati stratégiák mellett a vállalatok közötti szint definiálásával de Wit-Meyer [1994] nem lefelé, hanem fölfelé terjeszti ki a kategorizálást. A stratégiának ez a harmadik része azzal foglalkozik, hogy más vállalatokkal milyen formában érdemes együttműködni, versenyezni vagy éppen egyesülni. A tevékenységek kiszervezésével és a holding vállalatok szerepével, illetve a vállalati hálók kialakításával kapcsolatos kérdések tartoznak ide.

A dolgozat további részében a vállalati stratégiával foglalkozom részletesebben, mert a tőzsdei megjelenéssel kapcsolatos döntés elsősorban ezzel függ össze. Bár az egyes üzletágak növekedésével és bizonyos funkcionális területekkel is kapcsolatban van a nyilvános működésről szóló döntés, e témák kifejtése meghaladná a dolgozat kereteit.

### **3.2. A vállalati stratégia fő irányai**

A vállalati stratégia fő kérdései, hogy a társaságnak milyen üzletágai legyenek, és hogy ezeket hogyan kell működtetni ahhoz, hogy a vállalat egésze többet érjen, mint a részek összege. A vállalati és az üzletági stratégia között szoros, kétirányú kapcsolat van. Egyrészt az előbbi jelentős hatással van arra, hogy egy adott üzletág milyen erőforrásokkal gazdálkodhat, és így milyen feltételekkel versenyezhet, másrészt az utóbbi nagyban befolyásolja az üzletág szintű eredményességét, és így a vállalat döntését arról, hogy jelen akar-e lenni az adott piacon.

Az egyes funkcionális stratégiák relatív fontossága is függ a vállalati stratégia fő irányától. Az iparág (tartós, nem tartós fogyasztási cikkek, tőkejavak) és a stratégia (stabilitás, szerves fejlődés, akvizitív növekedés, takarékoság), illetve a funkcionális stratégiák (adminisztráció, termelés, K+F, marketing, pénzügy, humán erőforrás, PR) eredményre gyakorolt hatása között talált kapcsolatot Hitt-Ireland [1985], bár feltételezéseiket csak részben támasztották alá empirikus vizsgálataik.

Annak ellenére, hogy minden vállalat stratégiája egyedi, hiszen tükröznie kell az iparágban elfoglalt sajátos helyzetét, a hatalmi pozícióban lévők érdekeit és a korábbi működés örökségét,

mégis nagyon sok szerző igyekszik tipológiákat kialakítani. Ezek jelentős része a növekedés, szinten maradás, csökkenés sémára épül. Griffin [1990] például megkülönböztet takarékosági, növekedési és stabilitás stratégiát.

Thompson-Strickland [1984] felosztása ennél valamivel szofisztikáltabb. Az egy üzletágra koncentráció (vagyis szinten maradás) lehetőségén kívül felkínál három különböző növekedési módot (vertikális integráció, kapcsolódó és nem kapcsolódó diverzifikáció) és két stratégiát, melyeknél a jövedelmezőség érdekében vállalni kell a csökkenést. Ezek közül az egyiket a „kiszállás, eladás és megszüntetés” fogalmakkal írja le (a kiszállás egy összefoglaló kifejezés az utóbbi kettőre), a másikat pedig a „fordulat, takarékoság és portfóliótisztítás” hármassal (az utolsónak része lehet az előbb említett kiszállás). Végül – felismerve, hogy az előbbiek nem zárják ki egymást, hetedik lehetőségként a kombinációs stratégiát határozza meg.

Három fő stratégiai irányt és negyedikként ezek kombinációját részletezi Glueck [1976] rendszere. A stabil növekedésen belül megkülönbözteti az inkrementális növekedést, a jövedelmezőség javítást, a növekedés átmeneti szüneteltetését és a (valamilyen szűkös erőforrást figyelembe véve) fenntartható növekedést. A növekedési stratégiák közé sorolja a belső növekedést a forgalom növelésével, a belső növekedést diverzifikációval, a külső növekedést (felvásárlás vagy közös vállalat), a vertikális integrációt és az eladás érdekében történő növekedést (új üzletág indítása azzal a céllal, hogy később eladják). Végül a takarékosági és fordulat stratégiák között szóba jöhet a jövedelmezőség javítása (költségcsökkentéssel, bevétel-növeléssel, eszközök eladásával), az üzletág eladása, az üzletág megszüntetése és a „fogolyvállalattá válás” (amikor a vállalat bizonyos funkcióinak irányítása egy jelentős vevő vagy szállító irányítása alá kerül).

### 3.3. Növekedési stratégiák

Az előbb bemutatott fő stratégiai irányok közül a növekedési stratégiákkal részletesebben foglalkozom, mivel szorosabban kötődik dolgozatom központi témájához. Ezen belül alapvetően két kérdésre keresem a választ: Milyen irányba és milyen módszerrel lehet növekedni?

#### 3.3.1. A növekedés iránya

A növekedés irányát illetően széleskörben elterjedt az Ansoff [1965] által kidolgozott rendszerezés. A növekedés vizsgálatának két szempontja, hogy a termék, illetve a küldetés új-e. Ezek alapján beszélhetünk piackiáknázásról (ugyanazon a piacon többet akarunk eladni), piacfejlesztésről (ugyanazt a terméket más célra is lehet használni, például a kávé nem csak a koffein miatt lehet inni, hanem kikapcsolódásként is), termékfejlesztésről (a régi termékeket

újakkal helyettesítjük) és diverzifikációról (új küldetést új termékekkel akarunk szolgálni). Az első hármat terjeszkedés néven foglalja össze, a diverzifikációt pedig tovább részletezi a vevő és a technológia típusa szerint.

		Új termék		
		Régi termék	Új termék	
Régi Küldetés		Régi technológia	Új technológia	
				Piackiaknázás
Új küldetés	A vállalkozás maga a vevő	Piacfejlesztés		Vertikális diverzifikáció
	Azonos típusú vevő			Horizontális diverzifikáció
	Hasonló típusú vevő	Marketing és technológia a. k. diverzifikáció	Marketing a. kapcsolódó diverzifikáció	
	Új típusú vevő	Technológia a. kapcsolódó diverzifikáció	Konglomerátum	

Ha a az új tevékenység vevője a vállalat vagy fordítva, vertikális, míg ha a megcélzott vevőcsoport a meglévővel teljesen azonos típusú, akkor horizontális diverzifikációról beszélhetünk. Ha a vevőkör a meglévőhöz hasonló (de nem teljesen azonos) vagy a technológia a jelenlegihez kapcsolódik, akkor koncentrikus (ezen belül marketing-, technológia-, illetve marketing- és technológia alapján kapcsolódó) diverzifikáció van szó. Amennyiben pedig a vevőkör is és a technológia is teljesen új, konglomerátum típusúnak nevezzük a diverzifikációt. Az eredeti osztályozásnál szélesebb körben elterjedt a modell egy leegyszerűsített változata, mely új termék – új vevő mátrixként vált ismertté.

Johnson-Scholes [2002] is hasonló lehetőségeket lát a diverzifikációra (kapcsolódó vertikális, kapcsolódó horizontális és nem kapcsolódó), bár a horizontális definíciója nála eltér az Ansoff által használttól: a meglévő termékekkel versenyző vagy azt kiegészítő termékek gyártását jelenti. A nem kapcsolódót (az ansoffi koncentrikus és konglomerátum jellegűnek feleltethető meg) pedig másként bontja meg: Lehetséges a meglévő képességek kihasználása más piacokon, olyan üzletágak létrehozása, amelyek menedzseléséhez hasonló képességekre van szükség, teljesen új piacok létrehozása a meglévő képességekre építve, illetve a terjeszkedés érdekében új képességek kifejlesztése.

### 3.3.2. A növekedés módja

A megvalósítás módját illetően általában három lehetőséget ajánl a szakirodalom: belső fejlesztés, felvásárlás, illetve stratégiai szövetség formájában.

A belső fejlesztés előnyei Johnson-Scholes [2002] szerint, a vállalat kompetenciáinak fejlesztése, és a költségek időbeli szétterítése mellett a kulturális konfliktusok elkerülésében keresendő. Emellett csak a belső fejlesztés jöhet szóba, amennyiben egy teljesen új piacról van szó, vagy nem sikerül megfelelő felvásárlási célpontot találni.

A felvásárlás (vagy egyesülés) viszont a szerves fejlesztésnél gyorsabb növekedést és új képességek megszerzését teszi lehetővé. A nagy márkanevek miatt stabilizálódott piaci részesedések esetén, illetve olyan környezetben, ahol a piac töredezett, de növekedés nem várható, célszerűbb megvenni egy már működő céget, mint újat alapítani. Ugyanakkor figyelembe kell venni a szervezeti kultúrák eltéréséből adódó konfliktusokat.

Amit-Livnat-Zarowin [1989] empirikus vizsgálatai szerint a szerves és akvizitív növekedés közötti választásban a szervezet korábbi tapasztalatai is lényeges szerepet játszanak. Amelyik szervezet korábban zöldmezős beruházással terjeszkedett, valószínű, hogy a jövőben is azzal fog, míg a felvásárlók valószínűleg a jövőben is az akvizíciót preferálják.

A felvásárlásokkal kapcsolatban Rappaport-Sirower [1999] a finanszírozás módját elemezte. Két kockázatot különböztet meg: az árfolyam változása az ajánlattétel és az ügylet lezárása között (hisznek-e a befektetők a tervezett szinergiákban?), illetve az ajánlattétel utáni időszakban (megvalósulnak-e a tervezett szinergiák). Három lehetőséget vizsgált: készpénzzel, adott mennyiségű és adott értékű részvénnyel történő fizetés. Az első esetben a felvásárló visel minden kockázatot, a másodikban mindkét kockázat megoszlik (a tulajdoni hányad arányában), végül a harmadik esetben az ügylet lezárása előtti kockázatot a felvásárló viseli, a másik pedig megoszlik. A gyakorlati szakembereknek azt a tanácsot adják, hogy inkább készpénzzel fizessenek, mint részvénnyel, mivel így egyrészt nyilvánvalóvá teszik, hogy melyik vállalaté a vezető szerep, másrészt a piac felé jelzik magabiztosságukat azzal, hogy vállalják az összes kockázatot. Ezen kívül, ha a vállalat alulértékelt, az egy további ok, hogy ne részvénnyel fizessen.

Az előbb taglalt zöldmezős beruházás és akvizíció mellett a stratégiai szövetséget is érdemes számításba venni. Johnson-Scholes [2002] ezt arra az esetre ajánlja, ha a partnerek képességei kiegészítik egymást, vagy egymástól akarnak tanulni, esetleg csökkenteni szeretnék az új üzlettel

járó kockázatot. Bizonyos esetekben pedig a törvényi előírások teszik kötelezővé ezt a formát (például Kínában).

A felvásárlás és a szövetség közötti választáshoz Dyer-Kale-Singh [2004] ad fogódzót. Szerintük a felvásárlás a jobb alternatíva, amennyiben a tervezett szinergiák a működés több területén valósíthatók meg, az erőforrások között kevés az immateriális, sok a redundancia, alacsony vagy közepes a piaci bizonytalanság és erős a verseny az erőforrásokért. Ellenkező esetben a szövetséget kell választani, ami történhet szerződéskötéssel vagy közös vállalat alapításával.

### 3.4. Diverzifikáció

#### 3.4.1. Diverzifikációs stratégiák

A fő stratégiai irányokról szóló pontban bemutatott kategorizálások tulajdonképpen inkább egy-egy akciót írnak le, nem pedig egy átfogó stratégiát. Ez látható abból is, hogy gyakran említik külön stratégia típusként az előzőleg felsoroltak kombinálását. A szakirodalomban található azonban olyan csoportosítások is, ahol az értékteremtés módja áll a középpontban, és az egyes akciók (vállaltok felvásárlása, eladása, szinergiák realizálása) ennek vannak alárendelve.

Ohmae [1982] a nem együzletágas vállalatokat két típusba sorolja: konglomerátumok és diverzifikált vállalatok. Előbbi lényege az értékteremtéssel nem járó kockázatmegosztás, míg az utóbbi az egyes üzletágak közötti szinergiák kihasználásával növeli a részvényesek vagyonát.

Porter [1988] pedig egy olyan rendszert mutat be, ahol a lehetséges vállalati stratégiákat aszerint sorolja négy csoportba, hogy a vállalat egésze milyen módon igyekszik az üzletágakban keletkezett értékhez képest többletértéket adni.

A portfóliókezelők a befektetőknél mélyebb iparági ismeretekre alapozva alulértékelt vállalatokat vásárolnak. Az üzleti folyamatokon semmit nem változtatnak, a belső érték és a fizetett vételár közötti különbség a vállalati központ által termelt nyereség. Az 1960-as években az Egyesült Államokban kibontakozott konglomerátum építési láznak ez a logika volt az egyik fő vezérlője. Észre kell azonban vennünk, hogy ez a stratégia csak addig működhet, amíg vannak alulértékelt cégek, vagyis a piac nem hatékony.

A második csoport, a reorganizálók ezzel szemben olyan vállalatokat keresnek, amelyek a jelenlegi kilátások mellett ugyan helyesen vannak árazva, de stratégiaváltással vagy átszervezéssel a jövőben várható teljesítmény javítható, és így a társaság értéke növelhető. Erre a típusra példaként említhetők a 4.2. fejezetben bemutatandó magán tőke társaságok.

A képességtranszferre alapozott vállalati stratégia (harmadik típus) esetében a csoporton belüli üzletágak egymástól való tanulása jelenti a hozzáadott értéket. Például egy légitársaság és egy csomagmegőrző marketingrészlege elsajátíthatja egymástól az árazási és promóciós taktikákat, mivel a teljesen eltérő iparág ellenére az üzleti működésben vannak hasonló elemek (magasak a fixköltségek, sok a vevő, és egy részük előre megtervezi a fogyasztását).

Végül a tevékenységmegosztók a költségek csökkenését vagy a termékdifferenciálás fokozását érik el azáltal, hogy közösen végeznek bizonyos folyamatokat, például az értékesítési csatornákat több üzletág termékeinek terjesztésére használják.

Porter gondolataira reflektálva Goold-Campbell [1991] az üzletágak versenyelőnyének mintájára a vállalati központok vonatkozásában bevezeti az „anyavállalati előny” fogalmát. Meglátása szerint nem csak az üzletágak vannak versenyben a fogyasztókért, de a vállalatok is versengnek egymással a stratégiai üzleti egységek megszerzéséért. Ebből a versenyből pedig azok a társaságok kerülhetnek ki győztesként, amelyek több előnyt tudnak nyújtani az üzletágnak, mint a többi szóba jövő anyavállalat.

Erre a gondolatra építve Johnson-Scholes [2002] továbbfejlesztette a rendszerezést. Az első két típus változatlan maradt: A portfóliókezelő csak a piac félreárazását használja ki, nem változtat semmit a cég működésén. A reorganizáló pedig egy üzletág elszigetelt (a vállalat többi részétől független) megváltoztatására alapozva hoz létre értéket. A harmadik és negyedik típus viszont összevonva, szinergiamenedzserként jelenik meg – ők két vagy több üzleti egység közötti kapcsolatra építik az értékteremtést. Új stratégiai csoportként pedig bevezette az anyavállalati fejlesztőket. Náluk a központ és az egyes üzletágak összekapcsolásával keletkezik a hozzáadott érték, például az anyavállalat kormányokkal való tárgyalással vagy termékek új földrajzi régióban történő bevezetésével kapcsolatos kompetenciáit az üzletágak versenyelőnyének javítására használhatja.

### 3.4.2. Portfólió modellek

A vállalati szintű stratégia elemzésére gyakran alkalmazzák a portfólió modelleket. Ezek lényege, hogy az egyes stratégiai üzleti egységek határainak meghúzása után két szempont szerint értékelik azokat, és ez alapján kijelölik a követendő stratégiát és elosztják az ennek megvalósításához szükséges erőforrásokat.

A GE/McKinsey-mátrix esetében (Ohmae [1982]) a vállalat versenyelőnye és az iparág vonzósága a minősítés alapja, majd ennek megfelelően az üzletág számára kijelölt stratégia

növekedés, megfontolt befektetés vagy veszteség minimalizálás melletti kivonulás lehet. Ezen kívül rengeteg más modell létezik (például BCG-mátrix: piaci részesedés, növekedés; Shell-mátrix: vállalati versenyképesség, iparági jövedelmezőség; Arthur D. Little-mátrix: a vállalat versenypozíciója, az iparág érettsége).

Mindegyik rendelkezik azonban azzal a hibával, hogy figyelmen kívül hagyja az egyes üzletágak közötti kapcsolatokat. Márpedig, figyelembe véve a vállalati stratégia előző bekezdésekben tárgyalt lehetséges céljait, éppen ez lenne a lényeg. Haspeslugh [1982] szerint ugyanakkor mégis hasznosak ezek a modellek, mert elgondolkodtatják a vezetőket, és eszközként szolgálnak arra, hogy az erőforrás elosztással kapcsolatos viták az érdemi kérdésekről, és ne a vállalat belüli hatalmi harcokról szóljanak.

### 3.4.3. Szinergiák

A diverzifikáció egyik legfontosabb célja tehát a szinergia. Ennek lehetséges típusaival kapcsolatban érdemes a vállalatfelvásárlásokkal foglalkozó szakirodalmat tanulmányozni, mert ezek többnyire újonnan alapított üzletágakra is értelmezhetők. Eccles-Lanes-Wilson [1999] például a következőképpen rendszerezi őket: költség-megtakarítás, bevételnövelés, folyamatjavítás, adóoptimalizálás és pénzügyi előnyök.

A mérethatékonyság miatt az egyesült vállalat ráfordítása általában alacsonyabb, mint a külön-külön működők összege. Capron [1999] vizsgálatai azt támasztják alá, hogy horizontális integráció esetén ez főleg a nagy fix költséggel járó párhuzamos folyamatok megszüntetésére vagy összevonására vezethető vissza. Emellett azonban általában a piaci alkuerő növekedése is okozhat költségcsökkenést a beszállítói árak lenyomásával. Jó példa, erre a Tesco által tartott erődemonstráció: Magyarországon több mint fél évig nem forgalmazta a világ legnagyobb márkájának, a Coca-Colának a termékeit (Anonymus [2007]). A vertikális integrációval pedig – a tranzakciós költségek elmélete (például Whinston [2003]) szerint – akkor lehet megtakarítást elérni, ha egy adott ügylet esetén a szervezeti bürokrácia költségei alacsonyabbak, mint a piaci koordinációé.

A bevételek növekedése az előbbinél nehezebben előrejelezhető szinergiatípus. A Gillette-Duracell egyesülés után például a borotvából és az elemből is többet tudtak eladni az árukapcsolás eredményeként. Az ehhez hasonló előnyökkel kapcsolatban azonban általában felvetődik a kérdés, hogy valóban felvásárlásra van szükség vagy egy stratégiai szövetség célszerűbb lenne.

A folyamatok javítása a porteri képesség transzferrel rokon gondolat, a társaságok egyesítése után a szervezeten belüli tanulással a hatékonyabb megoldások érvényesíthetők a szervezet egészében. Az ABN-AMRO a Standard & Federal megvétele esetén például utóbbi jelzáloghitelezési gyakorlata annyira fejlett volt, hogy az egész csoport ezzel kapcsolatos tevékenysége az ő irányításuk alá került.

Az adófizetési kötelezettség pedig két módon mérsékelhető: A veszteséges üzletágak eredményével csökkenthető a nyereségesek adóalapja, illetve – országhatáron átnyúló felvásárlás esetén – a keletkező profit az alacsonyabb adókulcsú földrajzi területen mutatható ki.

Végül az említett cikk szerint a pénzügyi szinergiák alapvetően a vállalatcsoport bankszámláinak összevonásából (cash pool) és a hatékonyabb készpénz menedzsmentből adódnak, míg alacsonyabb tőkeköltség a kedvezőbb finanszírozási lehetőségek miatt elvi okokból sem várható. (Ha a két vállalat bármelyike képes lett volna hitelt felvenni, akkor azt az akvizíció nélkül is megtehetette volna.) Mások azonban eltérő állásponton vannak. Leland [2007] szerint az egyesülés bizonyos esetekben értéket teremthet a finanszírozási feltételek javításával. Számításai szerint az elérhető pénzügyi szinergiák nagysága a csődkockázattól, az adópajzstól és a vállalatok kockázatának nagyságától és korrelációjától függ. Ő is elismeri azonban, hogy a gyakorlatban az így adódó értéknövelési lehetőségek általában nem elég nagyok ahhoz, hogy indokolttá tegyenek egy felvásárlást (és a hozzá kapcsolódó tranzakciós költségeket).

Ezek az elemzések általában nagy vállalatokat vizsgálnak, ahol az üzlet mérete miatt általában elegendő idő és energia áll rendelkezésre a befektetők oldaláról, hogy a társaságok helyzetét gondosan felmérjék. Kis és közepes méretű vállalkozások esetében azonban véleményem szerint elképzelhető, hogy az információs aszimmetriák miatt nem tudnak hitelt felvenni, és ezért egy tőkeerős partnerrel történő egyesülés értéket teremthet.

Két üzletág összekapcsolása után azonban nem biztos, hogy a vállalat egésze többet ér, mint a részek összege, ebben az esetben negatív szinergiáról beszélhetünk. A vállalati kultúra különbözősége, a megnövekedett koordinációs igény és a gyengébb információáramlás miatt a tervezett szinergiák gyakran nem realizálhatók, sőt az eredeti állapothoz képest is csökken az üzletágak értéke (például Covey [1996]). Az előbb hivatkozott Leland cikk szerint pedig a finanszírozásban is lehetnek negatív szinergiák, amennyiben a kisebb csődkockázat nem ellensúlyozza az üzletágak sajátosságait tükröző egyéni tőkeszerkezet hiányát.

## 4. Vállalati pénzügyek

### 4.1. Finanszírozási források

A klasszikus vállalati pénzügyi elmélet szerint a vállalat először a befektetési döntést hozza meg, vagyis kiválasztja, hogy milyen iparágban fog működni, és milyen stratégiát fog alkalmazni, illetve megtervezi, hogy ebből milyen pénzáramlások várhatók. Ha – a tevékenységre jellemző diszkontfaktorról számított – jelenérték pozitív, akkor következhet a finanszírozási döntés, vagyis annak meghatározása, hogy az első évek negatív pénzáramlásait milyen forrásból szeretnék fedezni.

Alapvetően belső és külső finanszírozási forrásokat különböztetünk meg. Az előbbi azt jelenti, hogy a vállalat a befektetőktől (tulajdonosok és hitelezők) nem von be újabb forrásokat, így őket nem is kell meggyőzni arról, hogy támogassák a projektet. Ez két módon lehetséges: egyrészt az eredmény visszaforgatásával egy olcsó, de rugalmatlan és bizonytalan nagyságú forrásra tehetünk szert, másrészt ha a vállalat birtokol értékes, de a tevékenységéhez szorosan nem kapcsolódó eszközöket (például ingatlanok), akkor ezek értékesítésével is megoldható a szükséges pénzügyi erőforrások biztosítása.

A külső finanszírozás történhet saját tőke és idegen tőke bevonásával. Utóbbi több szempont szerint minősíthető. Egyrészt a futamidő szerint beszélhetünk rövid-, közép- és hosszútávú kötelezettségekről. Másrészt a kötelezettség megjelenhet szerződés formájában (például bankhitel, kölcsön) vagy értékpapírként (például váltó, kötvény). A kettő között lényeges különbséget jelent, hogy egy bankot, vagyis egy centralizált szervezetet vagy befektetők sokaságát kell meggyőzni a vállalat hitelképességéről.

Ezenkívül a gyakorlati élet megkövetelte nagyon sok alternatív finanszírozási mód kifejlesztését is. A lízing például közép vagy hosszú távú forrást biztosít a cég számára, de a mérlegben nem jelenik meg. A faktoring – vagyis a követelések eladása – ezzel szemben inkább a likviditási problémák megoldására, vagy a behajtási költségek optimalizálására használható. A vállalatok számára rendelkezésre áll még számos kedvezményes forrás is, például vissza nem térítendő támogatások vagy bankgarancia vállalások.

Modigliani-Miller [1958] klasszikus elmélete szerint a tőkeszerkezet változtatásával nem lehet értéket teremteni, azonban ezt a tételt olyan feltevésekre (adómentesség, biztosan pozitív működési cash flow, tökéletes informáltság) alapozták, amelyek a gyakorlatban nem teljesülnek.

Myers [1984] optimalizálási elmélete szerint akkora tőkeáttételt kell választani, hogy a kamattörlesztésből származó adópajzs és a csődcockázat növekedése miatt megemelkedő kamatok tulajdonosi értékre gyakorolt marginális hatása kiegyenlítse egymást.

Ezzel szemben a hierarchia elmélet feltevése szerint (Myers-Majluf [1984]) a befektetők nem rendelkeznek elég információval a megvalósítandó projektekről, így az alulértékelttség elkerülése érdekében a vezetők el akarják kerülni a részvénykibocsátást. Először belső forrásokra, majd idegen tőkére támaszkodnak, és csak ezután vonnak be saját tőkét a tulajdonosoktól.

Dittmar-Thakor [2007] szerint a befektetők és a menedzsment azonos várakozása a projektek jövőben várható pénzáramlásáról is fontos feltétele a saját tőkével történő finanszírozásnak, bár a piaci időzítés is jelentős szerepet játszik (akkor bocsátanak ki részvényt, ha magas az árfolyam).

Az eddig hivatkozott forrásokkal szemben Goedhart-Koller-Rehm [2006] szerint nem szabad kizárólag a pénzben mérhető szempontok alapján dönteni, mert azok hatása viszonylag kicsi. Inkább a rendszeres kamatfizetésből következő pénzügyi fegyelem és az alacsony tőkeáttételből származó nagyobb rugalmasság között kell egyensúlyt teremteni, figyelembe véve az iparág és a vállalat sajátosságait.

A saját és az idegen tőkéből történő finanszírozás is rendelkezik bizonyos előnyökkel, illetve hátrányokkal. Jelentős növekedéshez esetén a szükséges beruházási igényt fedező forrásbevonáshoz azonban mindenképpen szükség van saját tőkére is, mert a tőkeáttétel nem vehet fel irreálisan nagy értéket.

## 4.2. A tulajdonosok típusai

A vállalatok működését nagyban befolyásolja, hogy ki a tulajdonosa. Két fő típust szoktak megkülönböztetni: az állami és a magántulajdont. Az előbbi esetben nem a tulajdonosi érték maximalizálása a cél, és piacgazdaságban általában csak piaci kudarc esetén fordul elő.

A magántulajdonosok között kitüntetett szerepe van a vállalkozás alapítójának, vagy alapítói körének. Nelson [2003] szerint a vállalat későbbi működésére az alapítók személye több csatornán keresztül is lényeges hatást gyakorol. A szervezeten belüli „fókuszpontként” meghatározzák a többi döntéshozó viselkedését, és az eredeti struktúra és kultúra kialakításával megszabják a fejlődés jövőbeli irányát. Tulajdoni hányaduk és a szervezetben elfoglalt magas formális pozíciójuk mellett pszichológiai elkötelezettségük is erős. Érzelmi okokból és a pozícióból származó társadalmi szerep miatt gyakran inkább elviselik, a veszteséges működést, minthogy bezárják a gyárat. A vállalat növekedését fedező külső forrás bevonása miatt később

általában csökken a szerepük, de továbbra is jelentős marad. A hivatkozott tanulmány szerint a tőzsdei bevezetés után az esetek 65%-ában az alapító maradt a vezérigazgató, az igazgatósági elnök tisztségéről azonban gyakran le kellett mondania a befektetőkkel folytatott alku eredményeként.

A tulajdonhoz juttatás lényegesen növelheti az alkalmazottak motivációját. A munkavállalói részvényesek azonban a döntéshozatalt az üzlet szempontjából nem racionális irányban befolyásolhatják. Legfontosabb céljuk ugyanis, hogy biztosítsák a vállalat további működését annak érdekében, hogy megtarthassák munkahelyüket.

A sikeres vállalatok gyakran túlélik alapítójukat és az örökösök általában megtartják részesedésüket a családi vállalatban. (Családi vállalat alatt azt az – akár tőzsdére bevezetett – társaságot értem, amelyben egy család meghatározó befolyással rendelkezik.) Velük kapcsolatban két kérdést szoktak vizsgálni: Az egyik, hogy milyen viszonyban vannak az érdekeik a többi befektető érdekével, ami a 2.2 fejezetben említett horizontális megbízó-ügynök elmélettel modellezhető. A másik fontos kérdés, hogy a nagyobb elkötelezettség és a vállalatspecifikus ismeretek hozzájárulnak-e az eredményességhez. Ezzel kapcsolatban pozitív eredményt mutatott ki Anderson-Reeb [2003] az S&P 500 indexet alkotó társaságokat vizsgálva és ezt megerősíti Filatotchev et al [2005] tajvani cégekre vonatkozó felmérése is.

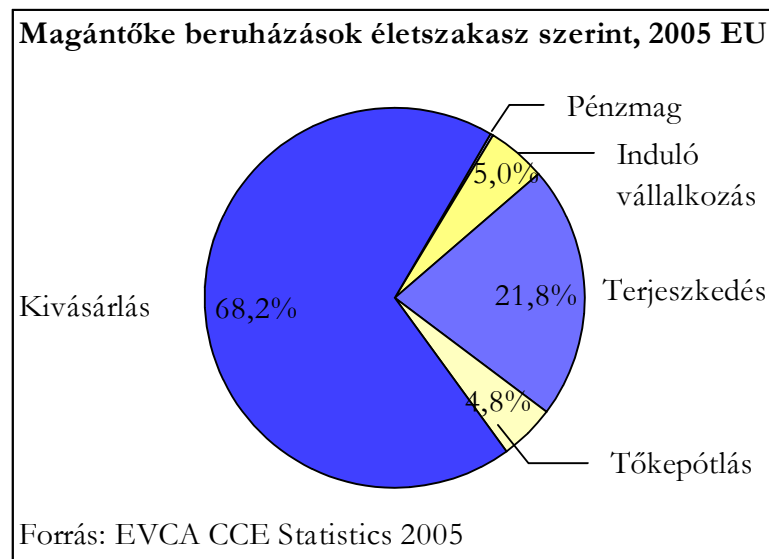
A később bevont tulajdonosokat szakmai és pénzügyi befektetőkre oszthatjuk. A szakmai befektetők általában ugyanabból vagy kapcsolódó iparágból kerülnek ki, mint a tulajdonost kereső vállalat, és tevékenységét jellemzően integrálják a vállalatcsoport működésébe.

Ezzel szemben a pénzügyi befektetőket kizárólag a várható megtérülés és a kockázatok érdeklik. Ezen belül is elkülöníthetünk több csoportot: intézményi befektetők, magántőke társaságok és egyéni befektetők.

Az intézményi befektetők lehetnek befektetési alapok, nyugdíjpénztárak vagy biztosítók. Közös jellemzőjük, hogy sok kis megtakarítótól gyűjtenek össze pénzt, majd ezt együtt fektetik be, így alacsonyabb tranzakciós költséget érnek el. Rubach [1997] megfigyelése szerint általában passzívan menedzselik a portfóliójukhoz tartozó vállalatokat. Ez egyébként általában helyes magatartásnak tekinthető, ha figyelembe vesszük, hogy az említett szerző által vizsgált minta esetében a vállalatok működését befolyásolni próbáló intézmények alacsonyabb hozamot értek el az átlagnál.

A kockázatitőke-társaság (venture capital) a magántőke társaság speciális esete (Bácskai [2000]), jellemzően az induló, kockázatosabb vállalatokkal foglalkozik. Ugyanakkor mára a két fogalom annyira összemosódott, hogy szinonimaként használják őket.

A magántőke társaságok szerepe kettős: egyrészt pénzügyi közvetítőként működnek, másrészt a stratégia aktív befolyásolóiként. A szükséges tőkén kívül, melyet biztosíthatnak saját tőke és kölcsön formájában is, általában egyéb erőforrásokkal is hozzájárulnak a portfóliójukban lévő vállalatok sikeres működéséhez: a technológiai cégek esetében például az értékesítési csatornákhöz való hozzáférésben és a kutatói kapcsolatok bővítésében is segítenek (Folta-Janney [2004]), illetve vállalatvezetési és monitorozási ismereteik is hasznosak (Barry et al [1989]). Befektetési stratégiájuk a 3.4.1. fejezetben említett reorganizáló vállalati stratégia elveit követi: Rosszul menedzselt társaságokat vásárolnak fel, majd fejlesztik a stratégiájukat és az operatív hatékonyságukat. A vállalatközpontokkal szemben azonban előre megtervezik, hogy mikor fognak kiszállni és realizálni a vállalat megnövekedett értékéből származó hasznot. Ehhez vagy szakmai befektetőt keresnek, vagy bevezetik a tőzsdére a társaságot.



A magántőke társaságok általában szakosodnak bizonyos életszakaszban (például a fenti diagramon felsorolt szakaszokban) lévő vállalatokra, illetve valamilyen földrajzi régióra és általában valamilyen – tágran meghatározott – iparágcsoporthoz. Ezzel két célt érnek el: Az egyik, hogy a specializáció révén jelentős tudást halmoznak fel a vállalatokat érintő problémákkal kapcsolatban, a másik, hogy az életszakasz jelentősen befolyásolja a befektetés kockázatát, így – annak érdekében, hogy a befektetők felé konzisztens teljesítményt tudjanak felmutatni a kockázat és a haszon vonatkozásában, folyamatosan hasonló életkorú cégben kell tartaniuk a pénzt, ehhez pedig időről-időre el kell adni néhányat a meglévők közül. Tőzsdére vitel esetében az időzítést

emellett az árfolyamindex ciklusai is befolyásolják, Lerner [1992] szerint a kockázatitókéseknek jó érzékük van a csúcsok megérzésére.

Végül az egyéni befektetők csak nagyon kis részt birtokolnak egy-egy cégből, és jellemzően nincs idejük az irányításban részt venni, többségük közgyűlésre sem jár, így részükről a menedzsment szabad kezet kap. A szórt tulajdon jelenségét, először Berle-Means [1932] elemezte. Következtetésük szerint a tulajdon szétvált: a haszonszedés és a rendelkezés joga más személyek kezébe került. A későbbi vizsgálatok (La Porta et al [1999]) azonban azt mutatják, hogy a szórt tulajdon koránt sem annyira elterjedt, mint azt Berle és Means gondolta. Általában van egy részvényes csoport, amely a piramis struktúrák (vállalatokon keresztül történő tulajdonlás) és az igazgatóság megválasztásában játszott szerepe révén elegendő befolyásra tesz szert, hogy a menedzsmentet ellenőrzése alatt tartsa.

### 4.3. Nyilvános és zártkörű működés

Az, hogy a vállalatok számára a nyilvános vagy a zártkörű működés az előnyösebb, sokat vitatott kérdés. Az angolszász országokban, ha lehetőség van rá, akkor jellemzően az előbbit, míg a kontinentális Európában inkább az utóbbit preferálják. A globalizáció eredményeként a kulturális különbségek csökkennek, valószínűleg ez az egyik oka annak, hogy a két régióban a tőzsdei közvetítés aránya folyamatosan közeledik egymáshoz.

A kulturális tényezőknél azonban sokkal fontosabbak a racionális indokok a választásban. Boot-Gopalan-Thakor [2006] egy olyan modellt alkotott ennek vizsgálatára, amelyben a vállalkozó, aki egy személyben tulajdonos és vezető, arról dönt, hogy a tőkebevonás érdekében tőzsdére viszi a céget vagy meghagyja zártkörűen működő társaságként. A szerzők szerint ebben két tényezőt érdemes figyelembe vennie: a tőke költséget és a vállalat döntései feletti kontrollt. A tőzsdei működés esetén az előbbi kedvezőbb, mert a másodlagos piacon történő értékesítés lehetősége miatt kisebb kötöttséget jelent a tulajdonos számára, így alacsonyabb hozammal is megelégszik. Ugyanakkor a nyilvános működés a kontroll csökkenésével jár a törvények által előírt vállalatkezelési struktúra bevezetése miatt. Az ügynökélet feltevésével ellentétben nem érdek-, hanem kommunikációs konfliktus van a vezetők és a tulajdonosok között, így a kontroll csökkenése kedvezőtlen, mert elképzelhető, hogy bizonyos pozitív nettó jelenértékű projektek megvalósításáról azért kell lemondani, mert nem sikerül a tulajdonosok képviselőivel időben egyezsége jutni.

Az előbbi cikk feltételezésével szemben Jensen [1989] szerint az ügynöki költség jelentős, és ez az egyik fő mozgatórugója az 1980-as években induló vezetői kivásárlásoknak (MBO) és hitelből

történő kivásárlásoknak (LBO). A tőzsdén lévő vállalatok többsége ugyanis a szabad pénzáramlást, amit a szerző az operatív cash flow és a pozitív NPV-jű projektekhez szükséges beruházás különbségeként definiál, nem juttatják vissza a részvényeseknek osztalékként, hanem (a definícióból adódóan negatív NPV-jű) beruházásokra fordítják, és így értéket rombolnak. Jensen szerint csak azoknak a vállalatoknak van keresnivalója a tőzsdén, amelyek szabad cash flowja negatív, vagyis forrást kell bevonniuk. Ezt az elméletet Lehn-Poulsen [1989] empirikus adatokkal is alátámasztotta.

A nyilvános vagy zártkörű működés közötti választásban azonban a tőkebevonáson és a menedzsment ellenőrzésén, illetve döntési szabadságán kívül egyéb szempontok is közrejárhatnak. Demers-Lewellen [2006] szerint az internetes cégek esetében a nagyobb publicitás kompenzálja a az elsődleges kibocsátás miatt a részvények eladásakor alkalmazott diszkontot.

A McKinsey tanácsadó cég által a közelmúltban tartott konferencián (Dobbs et al [2006]) a zártkörű működés melletti érvként elsősorban az hangzott el, hogy a tulajdonos jobban ért az üzlethez, és hosszabb távon méri a teljesítményt, illetve a közvetlen kommunikáció eredményeként gyorsabban lehet döntést hozni. A tőzsdéi társaságok oldaláról pedig az üzleti egységek közötti szinergiák figyelembevétele (a magántőkések általában önmagukban értékelik az egyes befektetéseket), az objektív teljesítménymérés és visszacsatolás (opciós programok) hangzott el érvként, illetve, hogy nem a cash flowt, hanem az eredményt kérik számon, mivel nincs tőkehiány.

A vizsgált források alapján tehát a tőkéhez való hozzájutás és a menedzsment elszámoltatása a legfőbb tényezői a nyilvános és zártkörű működés közötti választásnak, bár egyes szerzőknél felmerülnek egyéb szempontok is.

#### **4.4. A stratégia és a pénzügy kapcsolata**

A vállalati pénzügy mint funkcionális terület egyrészt magában foglalja a beszámoló készítésével, illetve a likviditás menedzsmenttel kapcsolatos adminisztratív illetve operatív teendőket. Másrészt viszont fontos stratégiai döntések meghozatalában is szerepet kell játszania.

Érdekes kérdés, hogy vajon a stratégia határozza meg a vállalat pénzügyeit, vagy fordítva, a pénzügyek gyakorolnak nagyobb hatást a stratégiára. Másként fogalmazva, a forrásszerkezet (hitel vagy saját tőke, utóbbin belül a tulajdonos típusa) egy stratégiai változó, amit a menedzsment összhangba hoz a többivel, vagy fordítva, a tulajdonos típusa és az általuk támasztott elvárások, illetve a hitelezők előírásai szabják meg a stratégia kereteit.

Gedajlovic [1993] ezt a kérdést kanadai cégeken vizsgálta, ám az eredmények nem támasztották alá sem a megbízó-ügynök elméletből származó hipotéziseket, melyek alapján a tulajdonosi szerkezet befolyásolja a stratégiát, sem a tulajdonjogok elméletéből levezetett hipotéziseket, melyek pedig abból indulnak ki, hogy egy adott stratégiával rendelkező társaság tulajdonosi szerkezete úgy alakul, hogy az az ellenőrzés költségei és haszna szempontjából optimális legyen. Véleményem szerint az, hogy melyik irányú hatás erősebb, jelentős mértékben függ az adott vállalat pillanatnyi helyzetétől, de általában mindkét irányban érvényesül az összefüggés, így a stratégia és a forrásszerkezet tekintetében célszerűbb kölcsönhatásról beszélnünk.

Szintén izgalmas probléma, hogy vajon a pénzügyi stratégiának hogyan kell viszonyulnia az üzletági és a vállalati stratégiához, illetve a többi funkcionális stratégiához. Az egyik területen meghozott döntés ugyanis jelentősen befolyásolhatja a többi terület működési feltételeit. A szervezeten belül általában minden funkció a saját fontosságát hangsúlyozza. A marketingesek például úgy gondolják, hogy a vállalat a fogyasztókból él, tehát a marketing igazgató a legkompetensebb a vállalat sorsát meghatározó döntésekben, míg a pénzügyesek a csődöt tekintik a legnagyobb veszélynek és a jövedelmezőség javítását tekintik a legfontosabb célnak ennek elkerülése érdekében, így a pénzügyi vezetőre bíznák a vállalat sorsát. De ugyanez elmondható a termelésre vagy a humán erőforrás menedzsmentre is. A 3.2. fejezetben hivatkozott források arra a következtetésre jutottak, hogy a megoldás jelentős mértékben a környezettől függ.

A bevezetőben megfogalmazott célnak megfelelően dolgozatomban a stratégia és forrásszerkezet kölcsönhatásán belül a forrásoldal egy konkrétabb területét, a tőzsdei jelenlétet vizsgálom. Két kérdésre keresem a választ: Milyen vállalati stratégia esetén előnyös a tőzsdére lépés? Hogyan hat a tőzsdei jelenlét a stratégiára? Ennek során azonban nem csak az adott vállalat, hanem annak tulajdonosának stratégiáját is vizsgálom, hiszen egy ilyen súlyú döntésben az ő szándékaik is fontosak.

## 5. A tőzsdei jelenlét problémái és kezelésük

### 5.1. Kockázatcsökkentő diverzifikáció

A 2.2. fejezetben bemutatott megbízó-ügynök elmélet feltevései szerint a menedzsment és a részvényesek érdeke, bár nem ellentétes egymással, de eltérő. Míg utóbbi kizárólag a tulajdonosi értéket akarja maximalizálni, addig a vezetőket egyéb célok (például hatalmuk növelése, állásuk, szakmai elismertségük védelme) is motiválja. Az ezzel járó konfliktus egy sokat vitatott témája a diverzifikációs stratégia, melynek nem opportunistá céljait a 3.4. fejezetben mutattam be. A felvásárlások nagyon gyakran kudarcra végződnek (Porter [1988]), és ezt sokan a vezetők opportunizmusára vezetik vissza.

Amihud-Lev [1981] úgy gondolja, hogy nagyon sok esetben nem az értéknövelés, hanem a kockázatcsökkentés áll a háttérben. A tulajdonosok ugyan képesek az értékpapírhoz keresztül megosztani kockázataikat, a vezetők számára azonban nagy rizikót jelent a cég rossz teljesítménye, mert humán tőkéjük jelentős része vállalatspecifikus beruházásnak tekinthető. Így a menedzserek konglomerátumokat építenek, és ezzel tulajdonosi értéket rombolnak. Ebből a feltevésből az következik, hogy ahol koncentráltabb a tulajdonosi szerkezet, ott kisebb a diverzifikáció mértéke, mert a vezetőket erősebb kontroll alatt tartják. Az említett szerzők empirikus vizsgálatai ezt a hipotézist alátámasztották, és Denis et al [1997] vizsgálatai is megerősítették az eredményt.

Az ő eredményeiket közvetetten alátámasztja Capron [1999] tanulmánya is, amely arra a következtetésre jut, hogy a horizontális felvásárlások közül azok lesznek eredményesek, ahol a tranzakciót követően az eszközök egy részét eladják, vagy a vállalaton belül áthelyezik, ami annak a ténynek egy indikátora, hogy nem csak kockázatcsökkentésről, hanem valódi szinergiák kihasználásáról van szó.

Az előbbi szerzőkkel szemben Lane et al [1998] úgy gondolja, hogy a diverzifikációval kapcsolatban nincs éles konfliktus a tulajdonos és vezetők között, mivel az előbbi is érdekelt benne. Egyrészt ugyanis a nem szisztematikus kockázatok csökkentésével a vállalat többi érdekeltje nagyobb hajlandóságot fog mutatni hosszú távú kapcsolat kialakítására, és az ezáltal javuló versenyképességgel értéket lehet teremteni a tulajdonosok számára is. Másrészt pedig sok esetben a részvényeseknek akkora tulajdona van egy vállalatban, hogy más értékpapírt már nem tud venni vagyonából, az adott társaságban lévőt pedig nem akarja csökkenteni (erre jó példa Bill Gates és a Microsoft), így ők is érdekelték a kockázatok megosztásában. Végül a szerzők úgy

gondolják, hogy a CAPM a gyakorlatban nem érvényesül teljes mértékben, így a nem szisztematikus kockázat csökkentése is értéket teremthet. Emellett szerintük nem az ügynök, hanem a stewardship elmélet érvényesül, vagyis a menedzsment csak nagyon kiélezett konfliktus (például egy felvásárlás) esetén önérdékkövető. Az általuk végzett empirikus tesztek szerintük azt bizonyítják, hogy a tulajdonosi szerkezet nem befolyásolja sem a diverzifikációs stratégia típusát, sem annak mértékét, sem a vállalat nem szisztematikus kockázatát, sem pedig a nyereségesség szintjét.

A két diszciplína kutatóinak nem sikerült meggyőzniük egymást. Egyrészt a használt módszertanban (például az ügynökelméletet bizonyító oldal a diverzifikáció típusát SIC kódokra és egyéb kvantitatív adatokra építve operacionalizálja, míg az ellenzők szakértői besorolást alkalmaznak), másrészt a kiinduló feltevésekben és az eredmények értelmezésében van jelentős eltérés. A pénzügytannal foglalkozó szerzők (Amihud-Lev [1999], Denis et al [1999]) továbbra is úgy gondolják, hogy a diverzifikációban az ügynökelmélet fontos szerepet játszik, míg a stratégiai menedzsment kutatói (Lane et al [1999]) ezt nem látják igazolva. Véleményem szerint az, hogy az azonos minta ellenére eltérő következtetésre jutottak, azt bizonyítja, hogy sem az ügynökelmélet sem a stewardship elmélet nem lehet általánosan érvényes, és a valóság csak nyitott, eklektikus elméletekkel írható le.

## 5.2. Rövidlátás

### 5.2.1. Tervezési időhorizont és befektetési látótávolság

Míg az ötvenes-hatvanas években, a hosszú távú tervezés keretében jellemzően 5-10 évre előre meghatározták a vállalat céljait (Antal-Mokos et al [2004]), addig manapság – iparágtól függően – körülbelül 3-5 évre érdemes részletes üzleti tervet készíteni.

A tervezéssel kapcsolatban két időtávot érdemes megkülönböztetni. Az egyik – nevezzük tervezési időhorizontnak – az az időtáv, amelyre részletes, számszerű üzleti terv készül, és nem csak kvalitatív víziókkal jellemezhető (mint például „középtávon növekedni fogunk”). A másik – nevezzük befektetési látótávolságnak – az az időtáv, amelyen belül a tulajdonos (vagy a menedzsment) a vállalati érték mérésének alapjául szolgáló mutatókat (cash flow vagy eredmény) helyesen, vagyis a vállalati pénzügyekben elfogadott modellek (CAPM, APM) elveinek megfelelően értékeli, azaz nem diszkontálja azokat a szokásosnál nagyobb mértékben amiatt, hogy csak a távoli jövőben fognak jelentkezni.

Az előző bekezdésben elkülönítettem két fogalmat, a tervezési időhorizontot és a befektetők látótávolságát, most viszont összekapcsolom őket: a kettő között szoros összefüggés van, ugyanis a DCF alapú értékelési modellek – a maradvány érték számítása során alkalmazott egyszerűsítések miatt – alulértékelik azokat a beruházásokat, amelyek csak az explicit periódus után térülnek meg.

A pénzügyi elmélet tételei arra az ideális állapotra vonatkoznak, amikor az előbb meghatározott befektetési látótávolság végtelen, vagyis bármilyen hosszú idő múlva jelentkező eredményt illetve cash flowt reális mértékben diszkontálnak. A gyakorlatban azonban ez sokszor nem érvényesül. Ezt a jelenséget a szakirodalom rövidlátásnak (myopia) hívja.

Az előbb definiált rövidlátást gyakran megfogalmazzák kritikaként a tőzsdével mint intézménnyel szemben. Az ezzel kapcsolatos vita azonban még távolról sincs eldöntve. Miles [1993] például empirikus vizsgálatokat végzett az Egyesült Királyságban, és az általa alkalmazott ökonometriai modellek szerint a hat hónap múlva esedékes pénzáramlást kilenc hónap múlva esedékesként értékelte a piac, vagy más megközelítésben, az öt évnél később realizálható eredményt 40%-kal diszkontálja (a jelenértékhez képest), tehát a rövidlátás létezik. Ezzel szemben Woolridge-Snow [1990] a stratégiai befektetési döntések bejelentését és az ez után megfigyelhető árfolyammozgásokat tanulmányozva arra a megfigyelésre jutott, hogy a tőkepiac jellemzően pozitívan reagál a hosszú távú beruházások tervbe vételére, tehát nem rövidlátó.

A témával kapcsolatban rengeteg cikk található a szakirodalomban, az itt bemutatott írásokat aszerint strukturáltam, hogy kit tartanak a rövidlátásért elsősorban felelősnek: a menedzsmentet, a befektetőket, vagy a rendszer egyéb elemeit.

### 5.2.2. Rövidlátó menedzsment

Az első megközelítés szerint tehát a befektetők hosszú távon gondolkoznak, azonban a menedzsment a mielőbbi árfolyam-emelkedésben érdekelt, például mert gyorsan túl akar adni az opciós programban szerzett részvényein. Stein [1989] is ezekre a feltevésekre alapozva vázol fel egy játékelméleti modellt: A társaság valóságos eredménye nem ismert egyik szereplő számára sem, csak a számvitelileg kimutatott. Ugyanakkor a vállalat vezetői képesek arra, hogy – kedvezőtlen diszkont mellett – a következő periódusbeli eredmény egy részét előre hozzák a jelenbe. Például ilyen lehet a K+F tevékenység leszorítása: a költségek megtakarítása már most jelentkezik, míg az elmaradt haszon csak sok év múlva. Mivel a piac racionális, a várakozásaiba beépíti, hogy a vezetők ehhez hasonló intézkedéseket fognak tenni, azonban nem képes megfigyelni a vállalat eredményének „minőségét”, így egy átlagos diszkontot alkalmaz. A vezetők számára ez azt jelenti, hogy a diszkontálás ténye nem függ az ő döntésüktől, ezért Nash-

egyensúlyban kihasználják az eredménymanipuláció lehetőségét. Így a hosszú távon gondolkodó és racionális piac ellenére a vezetők rövid távú szemlélete miatt a beruházások egy része elmaradhat.

A Lee-O'Neill [2003] szerzőpáros empirikus kutatásai is amellet szólnak, hogy a rövidlátásért a menedzsment a felelős: Kimutatták, hogy az Egyesült Államokban a koncentráltabb tulajdonosi szerkezet magasabb árbevétel-arányos kutatási-fejlesztési kiadással jár együtt. Ennek pedig egy lehetséges magyarázata, hogy a koncentrált tulajdonú cégeknél a nagyobb tulajdoni hányad miatt az egyes részvényesek nagyobb mértékben motiváltak arra, hogy aktívan részt vegyenek a vállalatvezetők ellenőrzésében, mint a szórt tulajdonú cégeknél, ahol a kontroll költségei (például információszerzés) visszatartják őket. Így a tulajdonosok hosszú távú szemlélete ezeknél a társaságoknál háttérbe tudja szorítani a menedzsment rövid távú gondolkodásmódját, és így több pénz fordítható K+F tevékenységre, amely jellemzően kockázatos és nem térül meg azonnal. A tanulmány emellett azt is kimutatja, hogy az előbb említett összefüggés a japán vállalatokra nem áll fenn, ami azt igazolja, hogy ott nem a megbízó-ügynök elmélet, hanem a stewardship elmélet közelíti jobban a tulajdonosok és a menedzsment viszonyát, ugyanis a japán vezetők saját érdekük helyett a vállalat céljait akarják minél teljesebb mértékben megvalósítani.

### 5.2.3. Rövidlátó tulajdonosok

Az előbb ismertetett feltételezéssel szemben sokan úgy gondolják, hogy a rövidlátás a befektetőktől származik, az opportunistá menedzsment pedig ehhez alkalmazkodik, a pozitív nettó jelenértékű befektetések egy részét nem valósítja meg, hogy elkerülje a rövid távú árfolyamcsökkenést.

A Graham et al [2005] által végzett kérdőíves kutatás és interjúk eredménye szerint a vállalatvezetők többsége elhalasztana egy pozitív NPV-jű projektet annak érdekében, hogy a következő negyedéves eredmény megfeleljen a korábbi növekedési trendnek és az elemzők előrejelzésének, és így a befektetők elvárásai a rövidlátás forrása. Joggal merül fel a kérdés, hogy vajon a kiterjedt pénzügyi ismeretekkel rendelkező intézményi befektetők mért nem gondolkodnak hosszú távon. Az 2.2. fejezetben bemutatott két szintes megbízó ügynök elmélet egy lehetséges választ kínál: a menedzserek megbízói az alapkezelők, ám ők is csak ügynökök, meg kell felelniük a kisbefektetők elvárásainak, ők pedig negyedéves szinten hasonlítják össze az alapok teljesítményét. Így a befektetők rövid távú szemlélete áttérjed az alapkezelőkre, onnét pedig a vállalatvezetőkre.

Az empirikus kutatások közül Baysinger et al [1991] eredményei említhetők meg a tulajdonosi rövidlátás igazolására. Vizsgálataik szerint azoknál a vállalatoknál, ahol az igazgatóságban több a belső igazgató, illetve ahol a tulajdonosok között nagy intézményi befektetők találhatók, több pénzt fordítanak kutatásra-fejlesztésre. A szerzők ezt úgy interpretálják, hogy (szemben a más vizsgálatok eredményével) az intézményi befektetők hosszabb távra terveznek, és a menedzsment az ő érdeküknek megfelelően megvalósítja a csak hosszú távon megtérülő projekteket is, míg a többi tulajdonos típus esetén ezek elmaradnak. A Lee-O'Neill cikkhez hasonlóan értelmezhetnénk ezt az eredményt úgy, hogy a koncentráltabb tulajdonosok jobban beavatkoznak a vezetésbe, ám figyelembe kell vennünk, hogy itt most nem nagy tulajdonosokról van szó általában, hanem intézményi befektetőkről, akik jellemzően kevésbé értenek a portfóliójuk egy adott vállalatának tevékenységéhez.

#### 5.2.4. A rendszer egyéb tényezői

A vezetőkön és a tulajdonosokon kívül a rendszer egyéb elemei is azonosíthatók a rövidlátás forrásaként. Webb [1993] a vezetők személyes képességeivel kapcsolatos információhiányt jelöli meg lehetséges okként. A rövid távú befektetések funkciója a tulajdonosok felé történő szignálzás.

A Shleifer-Vishny [1990] szerzőpáros pedig az arbitrazsörök eltérő költségét teszi felelőssé: A rövid távú, vagyis rövid távon a fundamentális értékükhöz közelítő eszközökhöz kapcsolódó arbitrázs (valójában spekuláció) költsége kisebb, mint ugyanez a hosszú távú eszközök esetében. Így a hosszú távú eszközök piacán kevesebb befektető arbitráz, ezért az eszközök ára jobban eltérhet a belső értéküktől. A kockázatkerülő menedzsmentnek ugyanakkor az az érdeke, hogy a részvény jól árazott legyen, ezért rövid távú befektetéseket preferálja.

### 5.3. A tulajdonosok befolyása a stratégiára

A tulajdonosok részéről természetes módon felmerül az igény, hogy az előbbi problémákat kezeljék. Ennek kézenfekvő megoldása lenne, ha saját maguk vezetnék a céget, ez azonban nem lehetséges, hiszen egyrészt éppen azért bízták meg a professzionális menedzsereket a vezetési feladatok ellátásával, mert számukra ez túl költséges volna, másrészt mert a tulajdonosok érdeke egymással is ütközhet, ahogy a 2.2. fejezetben említettem.

A vállalatkormányzás intézményei (igazgatóság, felügyelő bizottság) részben e cél érdekében jöttek létre (A szabályozó-ellenőrző szerep mellett másik feladatuk a közérdekek szolgálata –

Angyal [2001]). Amellett, hogy kiválasztják a vezetőket és értékelik teljesítményüket, bele tudnak szólni a legfontosabb kérdésekbe, és beavatkozhatnak a stratégiai fontosságú döntésekbe.

Az igazgatóságok működésével számos tanulmány foglalkozik. Már Pfeffer [1972] is megfigyelte, hogy a környezet jelentősen befolyásolja az igazgatóság jellemzőit, de nem határozott meg konkrét összefüggéseket. Filatotchev et al [2006] négy életciklust különít el a vállalatok életében, melyek a transzparencia és az erőforrásokhoz való hozzáférés szempontjából térnek el. Ez meghatározza a stratégiai környezetet (statikus vagy dinamikus) és a vállalatkormányzás célját (új érték teremtése vagy a meglévő vagyon védelme). Ennek függvényében pedig az igazgatóság különböző szerepei (monitorozás, erőforrások megszerzéséhez nyújtott segítség, stratégia alkotás) eltérő hangsúlyt kapnak. A stratégiára gyakorolt szerepük egyrészt a tőzsdei társasággá válás, másrészt az ezt követő szakaszban fontos, hiszen a stratégia még nem alakult ki teljesen, illetve az új tulajdonosok is bele akarnak avatkozni, harmadrészt a hanyatlás periódusában, amikor új ötletre van szükség. Az érett tőzsdei cégek esetében azonban főleg az ellenőrzés kap hangsúlyt. A korai szakaszban pedig a stratégia mellett az erőforrások (főként tőke és kapcsolatok) biztosítása is fontos feladat.

Azt, hogy az igazgatóságok valóban betöltik-e a nekik szánt szerepet a stratégia alkotásban, vagy csak a menedzsment legitimitását biztosítják, sokan kétségbe vonják. Ennek fő oka az lehet, hogy mint a 2.2. fejezetben utaltam rá, az igazgatóság tulajdonképpen egy többszintű megbízó-ügynök kapcsolat középső eleme, és emiatt az ő érdeke is eltérhet a részvényesekétől. Az egyik gyakran hangoztatott kritika, hogy nem töltenek elég időt a feladataik végzésével, csak részmunkaidős igazgatóként felügyelik a vezetőket. McNulty-Pettigrew [1999] szerint azonban ez nem akadályozza őket abban, hogy részt vegyenek a stratégia befolyásolásában. Ez azonban a legtöbb esetben a döntések meghozatalára korlátozódik, míg a döntés előkészítésében lényegesen kevesebben működnek közre. A stratégiai gondolkodás kereteinek meghatározásában és tartalmának kialakításában, új ötletek felvetésében pedig elenyésző részük vesz részt.

#### **5.4. Felvásárlások és védekezési taktikák**

A megbízó-ügynök probléma kezelésére egy másik mechanizmus a vállalatok irányításának piaca. Manne [1965] úgy látja, hogy amennyiben a vezetők nem a tulajdonosok érdekeinek megfelelő döntéseket hoznak, akkor a vállalat piaci értéke lecsökken, és így egy másik társaság nyereséget tud elérni azzal, hogy megveszi és megszünteti a korábbi hibákat. Mivel ez általában a korábbi vezetők leváltásához vezet, a felvásárlás veszélye a tulajdonosi érték képviselőjére ösztönzi a menedzsmentet.

Ugyanakkor a 3.4.1. fejezetben kifejtettem, hogy a reorganizáció csak az egyik lehetséges felvásárlási motiváció, ezen kívül más okai is lehetnek egy egyesülésnek. Így, figyelembe véve a menedzsment kockázatkerülését, ez a mechanizmus nem a leghatékonyabb.

A felvásárlás tehát jelentős veszélyforrás, és akkor is fenyeget, ha nem a rossz vezetés, hanem a menedzsmenten kívüli okokból határozza el valaki, hogy megveszi a céget. Éppen ezért rengeteg taktikát dolgoztak ki ennek elkerülésére. Erről jó összefoglalást ad Weston et al [2004]. A társaság reorganizációja kézenfekvő lehetőség az alulértékelttség megszüntetésére, és a tulajdonosok érdekével teljesen összhangban van. Ezen kívül azonban lehetőség van a felvásárló birtokában lévő részvények magasabb áron történő visszavásárlására (green mail), a fizetett prémium azonban a többi tulajdonos vagyonát csökkenti. A felvásárló részvényeire történő nyilvános ajánlattétellel (pacman stratégia) is meg lehet akadályozni a tranzakciót, ha pedig semmiképp nem lehet elkerülni, hogy valaki megvásárolja a céget, akkor érdemes egy baráti felvásárlót (white knight) keresni, aki esetleg nem is szól bele a későbbiekben az irányításba (white squire).

Az előbbi intézkedések az ajánlattétel után alkalmazhatók, de az előrelátó vezetők már korábban felkészülhetnek a védekezésre. Az alapszabályban rögzíthetik, hogy az igazgatóságot csak jelentős (például 90%-os) többséggel lehet leváltani, vagy csak fokozatosan cserélhetők le a tagjai (például hét tagból félévente egy). A szavazatszöbbségi részvényekkel pedig a menedzsment vagy a hozzájuk közel álló tulajdonosi csoport kezében koncentrálódhat az irányítás viszonylag kevés részvény birtoklásával is. A kisebbségi részvényesek érdekét védi, de a felvásárlást is nehezíti a fair ár kikötése, vagyis annak előírása, hogy bizonyos tulajdoni hányad megszerzése után ajánlatot kell tenni egy előre meghatározott képlet szerint számított áron. Ehhez hasonlóan más, a felvásárló számára negatív következményeket is meg lehet szabni (poison pill), például bizonyos eszközök kedvezményes áron történő eladását. A hitelezőkkel kötött szövetség eredményeként pedig a kölcsönök azonnali visszafizetését lehet előíratni (poison put). Végül, ha nem sikerül megakadályozni az egyesülést és az emiatt bekövetkező elbocsátást, akkor egy magas végkielégítés (golden parachute) kompenzációt jelenthet, de szerintem a tranzakciót nem tudja megakadályozni.

A vállalatirányítási piac működését néhányan kétségbe vonják. Grossman-Hart [1980] egy mikroökonómiai modellel érvel: A részvényesek érdekeit rosszul szolgáló vezetők leváltása ugyan értéket teremthet a felvásárlónak (a jó menedzsment melletti érték és a vételár különbsége) és a régi tulajdonosoknak is (a vételár és a rossz menedzsment melletti érték különbsége), azonban utóbbiak potyautas magatartása miatt a tranzakció nem valósul meg, ugyanis a kismérvényesek úgy gondolják, hogy jobban járnak, ha megvárják a felvásárlás végét, és az új árfolyamon adják el

papírjaikat, így hasznuk a jó és a rossz menedzsmenthez tartozó érték közötti különbség lesz. Meglátásom szerint azonban ehhez a kisbefektetőknek biztosra kell venniük, hogy a felvásárló által fizetett ár alacsonyabb, mint a belső érték, ez pedig a gyakorlati tapasztalatok alapján, amire a 5.1. fejezetben utaltam, nem feltétlenül teljesül. Más megközelítésben azonban mondhatjuk azt is, hogy részben ez a felvásárlások sikertelenségének oka.

Walsh-Kosnik [1993] pedig empirikus vizsgálattal próbálta alátámasztani a mechanizmus működését, ám nem talált összefüggést a felvásárlási ajánlat megtétele, a múltbeli teljesítmény és az igazgatók, illetve a vezetők cseréje között.

## 5.5. Teljesítményértékelés és motiváció

A megbízó-ügynök probléma enyhítésének harmadik mechanizmusa az ösztönzési rendszer. A részvényesek ezen belül több eszközzel is motiválják a vezetőket jobb teljesítmény elérésére. Negatív ösztönzőként a rosszul teljesítők elbocsátása szolgálhat. Lucier et al [2004] egészen odáig megy, hogy a vezérigazgatókat ideiglenes munkásnak nevezi, mert 2004-ben az általuk vizsgált nagy vállalatok vezetőinek 14%-a cserélődött, és ennek egy harmada kimondottan a gyenge teljesítmény miatt történt elbocsátás volt.

Emellett a pozitív ösztönzők használata is elterjedt. Tosi et al [2000] szerint azonban a vezetői fizetés általában nem tükrözi a pénzügyi teljesítményt, sokkal inkább a cég méretétől függ. Véleményem szerint viszont más okból is elképzelhető, hogy a fizetésnek nem jó magyarázó változója a társaság eredménye. Az eltérő környezeti feltételek miatt más teljesítményt várnak el a különböző cégek menedzsereitől, például egy feltörekvő vagy egy hanyatló iparágban lehet hogy megelégszenek azzal, ha nem veszteséges.

A motivációs rendszerek lehetőségeit tekintve a tőzsdéi vállalatok előnyös helyzetben vannak, mert teljesítményüket folyamatosan méri a piac. Ugyan a részvényárfolyam változását külső tényezők is befolyásolják, objektivitása, és a tulajdonosi értékkel való szoros kapcsolata miatt mégis igen elterjedt a használata. A prémium árfolyammutatókhoz kötése mellett gyakran vezetnek be opciós programokat. Ennek két fajtája ismert: a feltétel nélküli és a feltételes. Utóbbi esetben bizonyos stratégiai célokhoz kötik az opció megszerzését. Az Egyesült Királyságban például a tőzsdére vitt vállalatok többségénél a bevezetés után opciós programot indítottak a vezetők számára (Allcock-Pass [2006]).

Az opciós programok esetében azonban fennáll a lehetősége, hogy a 5.2. fejezetben vizsgált rövid távú gondolkodáshoz vezet. Az árfolyam ideiglenes feltornászása érdekében pedig akár számviteli

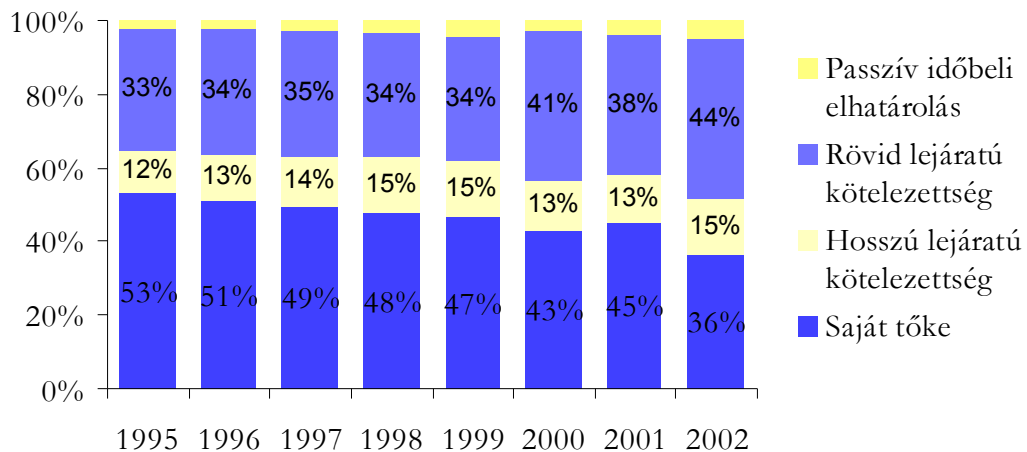
csalást is elkövethetnek a vezetők. Efendi et al [2006] és Erickson et al [2004] szerint az opciós programok jelentős szerepet játszottak az amerikai könyvelési botrányokban: Azoknál a vállalatoknál, ahol az árfolyamtól függő prémium aránya a teljes kompenzációs csomagon belül „egy szórásnyival” nagyobb, a visszaélés esélyét 68%-kal magasabbnak találták.

## 6. Rövid áttekintés a magyar tőkepiacról

A hazai tőzsde gyökerei egészen az Osztrák-Magyar Monarchia idejére nyúlnak vissza: 1864-ben alapították meg a Budapesti Áru- és Értéktőzsdét. A forgalmazott értékpapírok száma kezdetben húsz alatt volt, de a századfordulóra háromszáz fölé nőtt. Ennél is jelentősebb volt a gabonakereskedelemben betöltött regionális vezető szerepe, ami – figyelembe véve, hogy Magyarország akkoriban erőteljesen a mezőgazdaságra specializálódott – nem meglepő. A két világháború alatt, és a gazdasági világválság időszakában ideiglenesen szüneteltették a kereskedést, de a tőzsde 1948. június 25-éig létezett, ekkor azonban az államszocialista rendszerre való áttérés miatt végleg bezárták.

A posztoszocialista országokban több lehetőség kínálkozott az állami tulajdonban lévő vállalatok magánosítására (Palócz [2003]): közvetlen értékesítés, vezetői és alkalmazotti kivásárlás, kuponos privatizáció. E megoldások egyike sem érvényesült vegytiszta formában, minden országban valamelyest keveredve jelentkeztek, ennek ellenére meg lehet jelölni egy-egy jellemző modellt. Magyarországon többnyire külföldi befektetők kezébe kerültek a korábban állami cégek, egyrészt mivel az államháztartás így pénzhez jutott, másrészt mivel a tudástranszfer így gyorsabban valósult meg.

**A társas vállalkozások tőkeszerkezete**

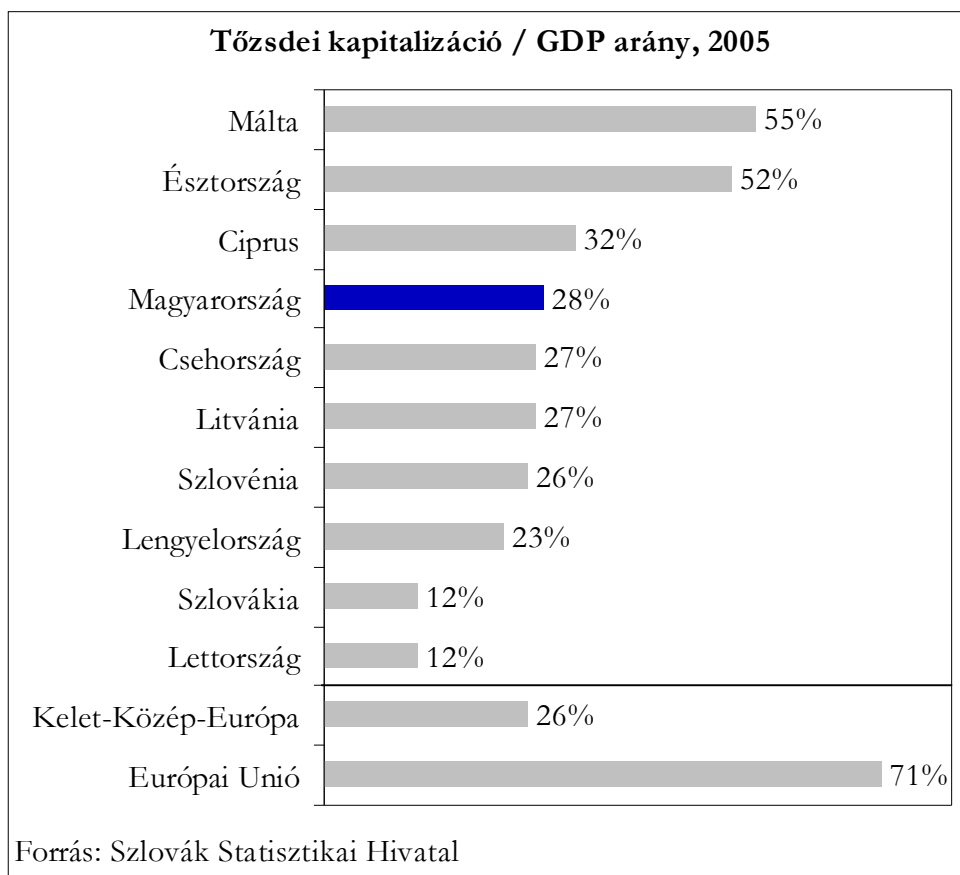


Forrás: Sinkovics [2004]

Ez a tény – párosulva az előző rendszerből örökölt konzervatív pénzügyi kultúrával – jelentős mértékben meghatározta a hazai tőkepiac jellemzőit. A finanszírozásban az idegen források játszanak döntő szerepet, és ez főleg banki kölcsönök, nem pedig tőzsdén kereskedett kötvények formájában valósul meg (Sinkovics [2004]). A rövid lejáratú kötelezettségek aránya jelentősen nőtt

az 1990-es években, mint a fenti ábrán látható. A tőkeáttétel egyébként a tőzsdei vállalatok esetében is növekedett (Balla [2006]). A saját tőke bevonását tekintve egyelőre kevés a hazai kockázati tőke, ugyanakkor a külföldiek ezt részben pótolják (Brückner [2005]).

A BÉT kapitalizációja növekedett ugyan az elmúlt években, de ez inkább az árfolyamok emelkedésére vezethető vissza, a jegyzett vállalatok száma viszont folyamatosan csökken, amint az az A. Mellékletben lévő grafikonról leolvasható. Összevetve hazánkat a régió többi országával, látható, hogy a tőzsdei közvetítés mélysége – a GDP-hez viszonyított tőzsdei kapitalizációval mérve – nem tér el jelentősen a környező országokétól, de jóval elmarad az európai átlagtól, mint a következő diagramon látható.



## 7. A tőzsdei jelenlét mint a tulajdonos stratégiájának eszköze

### 7.1. Kiszállási lehetőség

Az egyik legfontosabb cél, amit egy társaság tőzsdére vitele szolgálhat, a befektetésből való kiszállás. Ebben több okból is érdekelt lehet a tulajdonos. Magánszemélyek esetében például lehetséges, hogy többet szeretne fogyasztásra költeni, vagy csökkenteni akarja kockázatát (az anyagi biztonság szempontjából kedvezőtlen, ha a teljes vagyon a családi vállalkozásban van). Pénzügyi befektetők esetén elképzelhető, hogy kedvezőbb befektetési lehetőséget találtak, vagy csökkenteni akarják a portfóliójuk nagyságát, mert kisebb lett az ügyfélállományuk. Egy holding anyavállalata stratégiaváltás esetén értékelhet egy üzletágot úgy, hogy az már nem kapcsolódik szorosan a vállalatcsoport tevékenységéhez. A magántőkések pedig folyamatosan fölteszik maguknak a kérdést, hogy tudnak-e a következő évben is elegendő hozzáadott értéket teremteni az adott cégnél, és ha nem akkor más befektetés után néznek. A 4.2. fejezetben leírtak szerint pedig a legtöbb magántőke társaság kifejezetten bizonyos fejlődési fázisban lévő vállalatokra specializálódik, így a következő életszakasz elérése már önmagában is ok lehet a pozíció zárására.

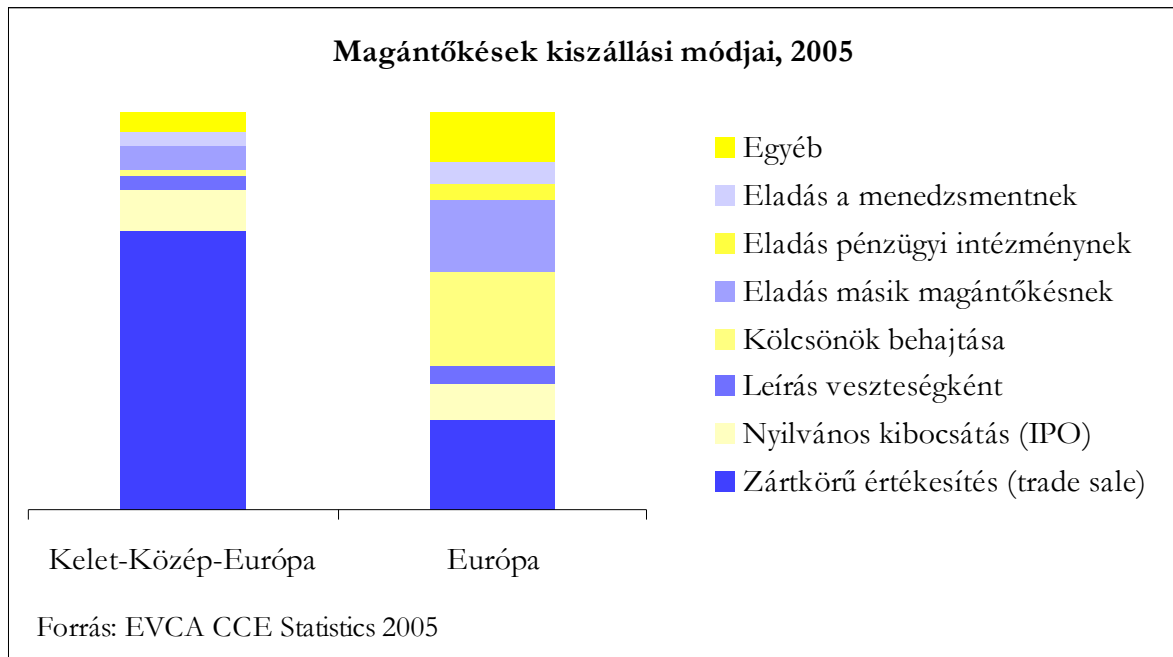
A bevezetett társaságoknál lefolytatott interjúk alapján a kiszállás lehetősége csak az Állami Nyomda esetében volt az elsődleges cél. A B. mellékletben látható ábrának megfelelően a vállalat legnagyobb tulajdonosai két magánszemély és egy magántőke társaság (Royalton) volt. Utóbbi volt a tőzsdei bevezetés kezdeményezője. A másik két tulajdonos pedig csak azért felajánlotta eladásra értékpapírjai egy részét, hogy elérjék a nemzetközi befektetők érdeklődésének felkeltéséhez szükséges minimális méretet. A külföldi alapkezelők ugyanis csak akkor hajlandók foglalkozni egy adott üzlettel, ha az elér egy bizonyos nagyságot. Ha ez alatt van, akkor – függetlenül attól, hogy mennyire jövedelmezőnek ígérkezik – nem is törődnek vele. Ennek az ingerküszöbnek az az oka, hogy az elemzéssel és átvilágítással járó költségek jellemzően fixek, míg a megtérülés általában a befektetett tőkével arányos, így a megvásárolható részvénycsomagnak el kell érnie a fedezeti pontot, ahhoz, hogy egyáltalán számításba vegyék. A gyakorlati szakemberek becslése alapján ez a „minimális hatékony befektetési méret” ma körülbelül 10 milliárd Ft-os bevezetésnél érhető el.

A Royalton ugyanakkor nem adhatta el az összes részvényét, csak körülbelül két harmadát, a maradékot pedig folyamatosan értékesítette, és az eladás után csak több, mint egy évvel szállt ki teljesen a cégből. Erre a 2.1. fejezetben említett okból, az információs aszimmetriák miatt volt szükség: a tulajdonosok a részesedés megtartásával jelezték az új befektetők felé, hogy a

vállalatnak nincsenek nagyobb kockázatai, illetve hogy a hirtelen tulajdonosváltás nem fog problémákat okozni.

A Bookline esetében nem ez volt az elsődleges szándék, ugyanakkor a felvásárlási ajánlat megteremtette a lehetőséget erre is. (Sokszor a tulajdonos nem is az azonnali kiszállásban érdekelt, hanem lehetőséget akar teremteni arra, hogy bármikor zárhassa a pozícióját, vagyis likvidebbé szeretné tenni az értékpapírjait.) A TvNetWork bevezetését szintén nem ez motiválta, amit jelez az is, hogy – a függetlenségről szóló 10.1. fejezetben bővebben kifejtendő – technikákkal korlátozták az új tulajdonosok kontrollját a cég felett. Ha csak a kiszállás lett volna a cél, akkor ezt nyilván nem teszik, hiszen ezáltal csak alacsonyabb áron értékesíthetők a papírok. A Freesoft tulajdonosai szintén nem akartak megszabadulni értékpapírjaiktól, sőt a kibocsátás előtt jelezték, hogy részvényeiket legalább addig tartják, amíg árfolyamuk 3 000 Ft fölé emelkedik. Ezzel az Állami Nyomda esetében is említett módon a befektetők bizalmát akarták növelni.

Az elsődleges nyilvános forgalomba hozatal azonban nem az egyetlen lehetőség arra, hogy egy vállalatban lévő tulajdoni részesedésünket eladjuk. A kutatómunka során éppen ezért arra törekedtem, hogy össze lehessen hasonlítani más kiszállási lehetőségekkel. A nyilvános értékesítés alternatívája értelemszerűen a zártkörű. Ezen belül a következő lehetőségek jöhetnek szóba: másik magántőke társaságnak, a tulajdonos társaknak, a vállalat vezetőinek, a versenytársaknak, szállítóknak, vevőknek történő eladás. Az első lehetőség hátránya, hogy a vevő is abból él, hogy olcsón vesz és drágán ad el vállalatokat, így az elérhető vételár jellemzően alacsonyabb. Amennyiben azonban a vállalat új életszakaszba lépett, eltérhet a két befektető rezervációs ára, hiszen a specialista kezében többet érhet. A menedzsmentnek történő értékesítés elsősorban a 2.2. fejezetben bemutatott megbízó-ügynök probléma költségeinek csökkentése, a motiváció erősítése miatt lehet kedvező. Ugyanakkor – akárcsak a tulajdonostársak esetében – korlátozza az eladás lehetőségét a leendő vevő fizetőképessége. Ezt a problémát többnyire a tranzakcióval egyidejű hitelnyújtással szokták megoldani a menedzsment esetében (LBO – leveraged buy out). Az iparág többi szereplőjének való eladás esetén egy megfontolt stratégiai döntésre van szükség a vevő oldaláról. Ekkor – és általában a zártkörű értékesítés (trade sale) esetén mindig – hosszas, összetett tárgyalásokra van szükség. Azonban, ha sikerült megállapodni, az eladó többnyire a teljes tulajdoni hányadtól megválhat, nem kell egy részét lekötnie (lock-up).



A vételár tekintetében nem lehet általánosításokkal élni, a tőkepiac hatékonyságától, illetve a szóba jövő egyéb ajánlatoktól függ. Az alapvető különbség a két értékesítési mód között, hogy a zártkörű esetében egy olyan partnerrel tárgyalnak, akinek a vállalat a jelenlegi belső értékénél feltehetőleg többet ér a szinergiák miatt, ugyanakkor egy vevő áll szemben egy eladóval. Ezzel szemben a tőzsdén a vevők többsége kevésbé tájékozott a vállalat működésének részleteiről, és többnyire nem akarják megváltoztatni a jelenlegi működését, ugyanakkor, mivel az eladó több vevővel áll szemben, a verseny felfelé hajtja az árat. Az Állami Nyomda tulajdonosai is próbálkoztak például egy – meg nem nevezett – nyomdaipari csoportnak történő eladással, de végül úgy látták, hogy a tőzsdén kedvezőbb áron értékesíthető.

Ha már eldőlt, hogy az eladás a tőzsdén keresztül fog megvalósulni, még mindig felmerülhet az a kérdés, hogy melyiken. A kérdés azért nem triviális, mert amellett, hogy a vállalat hol végzi üzleti tevékenységét, az is fontos szempont, hogy a befektetőket honnét várják. Itt elsősorban a kisbefektetőkről van szó, hiszen a komoly elemző osztállyal rendelkező intézményeknek nem jelent problémát az információáramlás. Az általam vizsgált vállalatok esetében azonban nem mérlegelték másik tőzsde igénybevételeének lehetőségét.

## 7.2. Értékmérés

A kiszálláson kívül a tulajdonos másik fontos célja a vállalat értékének objektív mérése lehet. A tőzsde ebben két okból tud segíteni. Egyrészt, így professzionális és független befektetők is

elemzik a vállalat üzleti folyamatait, másrészt több vélemény átlagolódik, így megbízhatóbb kép alakítható ki a valós cégértékről.

Nem nyilvánosan működő társaság esetében több tényező is nehezíti a valódi érték meghatározását. A DCF használata esetén a feltételezésekre általában érzékeny a modell, ezek pedig jelentős mértékben szubjektívek. A P/E mutatóval történő értékelés pedig azért vezethet rossz eredményre, mert egy induló vállalkozásnál az eredmény gyakran negatív, illetve – adózási okokból – olyan számviteli politikát alkalmaznak, amely a lehető legkisebb nyereséget mutatja ki. A könyv szerinti saját tőkét gyakran alkalmazzák az érték becslésére, ám ez megtévesztő lehet. A Bookline és a TvNetWork is sikerként értékelte, hogy részvényüket 900, illetve 200 Ft körül jegyezték, miközben könyv szerint csak 200, illetve 100 Ft-ot értek. A tőzsde egyéb, később kifejtendő kedvező hatásától eltekintve, valószínűleg zártkörű társaságként is ugyan ennyit értek volna, a piaci megmértetés azonban eloszlatta a bizonytalanságot.

Egy több üzletágas vagy multinacionális vállalat esetében szintén fontos lehet, hogy megbecsülje, mennyit ér egy-egy leányvállalata, hiszen a számszerű adatok alapján könnyebb eldönteni, hogy egy adott piacon megéri-e jelen lenni. Például a Deutsche Telekom sem vezette ki a Magyar Telekomot a BÉT-ről (bár ennek valószínűleg egyéb okai is voltak). Ide kapcsolódik a menedzsment és az alkalmazottak értékelése is, de erről részletesebben a 7.2.3. fejezetben írok.

## 8. A tőzsdei jelenlét mint a vállalat stratégiájának eszköze

### 8.1. A növekedés finanszírozása

A vállalati stratégia oldaláról a tőzsdére lépés legfontosabb indoka a növekedéshez szükséges tőke megszerzése lehet. Az alábbiakban bemutatom, hogy a vizsgált társaságok esetében hogyan valósult meg ez az összefüggés.

#### 8.1.1. Növekedési stratégiák

Két vállalat, a TvNetWork és a Freesoft esetében az adott iparágban zajló konszolidáció és konvergencia miatt lett a növekedés a stratégia fontos eleme.

A TvNetWork a kábeltévét, az internet és a vezetékes telefon piacán van jelen. Ez a három piac azonban egyre közelebb kerül egymáshoz, a kínálati oldalon helyettesítő típusú konvergencia (a Pennings-Puranam [2001] által használt értelmezésben) megy végbe. Az önmagában értékesített internetszolgáltatás eredetileg is ritka volt, általában telefonvonalon vagy kábeltévén tették elérhetővé. A technika fejlődésével viszont megjelennek olyan eszközök, melyek telefon vonalon keresztül lehetővé teszik a műsorok közvetítését (IPTV), illetve a kábeltévét vezetőkeinen való telefonálást (VOIP), így egyre inkább abba az irányba haladunk, hogy a vezeték típusától függetlenül mindhárom szolgáltatás igénybe vehető.

Mivel a fogyasztók igyekeznek tranzakciós költségeiket (partner kiválasztása, számlák fizetése, minőség ellenőrzése, stb.) csökkenteni, előnyös számukra, ha mindhárom szolgáltatást egy helyen vásárolják meg (triple play), ami szintén a piacok egyesülésének irányába hat. Ez a tényező egyébként akár önmagában is elegendő ok lehetne, hiszen például az Egyesült Államokban hasonló alapon a fogyasztók gyakran ugyanattól a cégtől veszik a víz- gáz- és áramszolgáltatást, annak ellenére, hogy teljesen más infrastruktúra szükséges hozzá. A Nemzeti Hírközlési Hatóság (Anonymus [2006]) elemzése szerint pedig az előbbi három piac mellett középtávon (3-5 éven belül) a mobilkommunikáció is beintegrálódhat az előbbi szolgáltatások közé.

A konvergencia mellett a másik fontos trend a liberalizáció és a verseny erősödése. Az NHH a közelmúltban kötelezte a jelentős piaci erővel rendelkező szolgáltatókat, hogy csökkentsék a hurokátengedés havi díját, több egyszeri díjat pedig eltörölt. A hurokátengedés azért jelentős, mert ennek következtében jelentősen csökkentek a belépési korlátok, hiszen az infrastruktúra nagy része (a fogyasztói végpontokig vezető kábel) már versenyképes áron bérelhető, nem kell hatalmas beruházással kiépíteni azt. Részben emiatt, részben pedig a szolgáltatók nagy száma

miatt a verseny egyre erősebb: Ugyanazon az áron egyre nagyobb maximális sáv szélességet biztosítanak a szolgáltatók, az év elején a Magyar Telekom duplázott, majd őt követte a többi piaci szereplő.

Az iparágban ugyanakkor jelentős méretgazdaságossági tényezők figyelhetők meg. Nagyobb hálózat esetén jobban kihasználhatók a technológiai kapacitások (routerek), és nem szükséges a forgalommal arányosan növelni az igazgatáshoz tartozó személyi költségeket. Emellett a marketingre szánt költségvetési keretek egyesítésével javítható a vállalatról kialakult kép. További előny, hogy a nagyobb kábeltévé társaságoknak sokkal erősebb az alkupozíciója, amit érvényesíteni tudnak beszerzési áraikban. Például a 3.4.3. fejezetben említett Tesco – Coca-Cola esethez hasonlóan a UPC is erődemonstrációt tartott azzal, hogy a Mezzo csatornát kivette a kínálatából (a hivatalos verzió szerint az AXN csatorna felvétele volt az ok, de mikor visszatette, nem törölt másik csatornát). A telefonszolgáltatás esetén pedig a hálózaton belüli kedvezményes vagy ingyenes hívás miatt a fogyasztók a nagyobb vállalatokat részesíthetik előnyben.

Az NHH honlapja szerint jelenleg közel ezer cég rendelkezik engedéllyel internetszolgáltatás nyújtására. Közülük a Magyar Telekom piaci részesedése csökkenőben van ugyan, de még mindig övé az internetszolgáltatási piac több mint 40%-a. Van néhány közepes méretű és rengeteg kis cég. Az előbb leírt hatások (konvergencia, méretgazdaságosság) miatt célszerű, ha a vállalatok nem csak versenyeznek egymással, hanem együttműködést alakítanak ki.

Ez fölveti azt a kérdést, hogy ezt a kooperációt milyen formában előnyös megvalósítani. Az elméleti felfeztetésben vázolt vizsgálati keretet alkalmazva megállapíthatjuk, hogy a szinergiák reciprok jellegűek, az erőforrások közül a műszaki berendezések (hálózatok), a márkanév és a meglévő előfizetői kör értékes. Az utóbbi kettő immateriális, ugyanakkor nem tartom valószínűnek, hogy egy felvásárlás miatt jelentős számú előfizető váltana szolgáltatót. Mivel kis vállalatokról van szó, ezért szerintem a támogató területek integrációjakor jelentős leépítésekre kerülhet sor, vagyis minden érv a felvásárlás mellett és a szövetség ellen szól. Így az iparágban jelentős konszolidáció várható, illetve kezdődött el. Az idei év egyik legjelentősebb eseménye ezzel kapcsolatban az HTCC-Invitel fúzió volt.

Ilyen körülmények között teljesen érthető, hogy a TvNetWork stratégiája is az agresszív növekedés: Az előfizetői kör bővítése mellett bővíteni kell a fogyasztóknak nyújtott szolgáltatásokat is. A konvergencia miatt az Ansoff-mátrix mindkét irányába célszerű terjeszkedni: a kábeltévé hálózaton lehet telefonszolgáltatást biztosítani, az internet előfizetők számára pedig a kábeltévé helyett telefondróton keresztül is meg lehet oldani a kapcsolódást.

A növekedés módját illetően a TvNetWork egyrészt jelentős beruházásokat hajtott végre, melyek egy része – mint arra még a 10.2. fejezetben visszatérek – a tárgy évi költségeket növelték. Másrészt több akvizíciót is végrehajtott, melyekkel Százhalombattán, Egerben és Budapesten szerzett összesen hozzávetőleg 5 000 ügyfelet. Az akvizíciókból származó tapasztalatok a jövőben hasznosak lehetnek, hiszen – mint az elméleti bevezetőben említettem – a növekedési lehetőségeket nagyban befolyásolja a vállalatnál kialakult gyakorlat. Éppen ezért a felvásárlásokban kialakított kompetencia egy olyan előny lehet a TvNetWork számára, amely hozzásegíti, hogy a konszolidációs folyamat élére álljon.

Ahhoz azonban, hogy a megkezdett növekedést tovább lehessen vinni, még hozzá kellően gyors ütemben, mind a fejlesztéseket folytatatása, mind újabb vállalatok felvásárlása szükséges. Ehhez pedig tőke kell.

Hasonló okokból jelentkezett a növekedési igény a Freesoft esetében is. A számítástechnikai szolgáltatások piaca szintén fragmentált. A KSH adatai (Anonymus [2005]) szerint Magyarországon 9419 számítástechnikai vállalkozás működött 2004-ben, ebből a szoftverkiadással foglalkozók száma 583, és mindössze hét vállalkozás van közülük 50 fő fölött, a döntő többség (majdnem 90%) pedig 10 fő alatti.

Bár ezek között nyilván vannak, amelyek egy-egy szakterületre specializálódtak, mégis elég valószínű, hogy jelenleg nagyon sok párhuzamos fejlesztés történik, vagyis sok hasonló célú szoftvert készítenek. Ennek egy része indokolható a versenyből és a fogyasztók szélesebb választási lehetőségeiből származó előnyökkel. Ugyanakkor szerintem jelentős megtakarítások származhatnak abból, ha ezeknek a cégeknek a kutatási-fejlesztési kiadásait összevonjuk, sőt az egymástól való tanulás által a szolgáltatás színvonala is javítható ezzel egyidejűleg.

Továbbá, mivel egy-egy vállalatnak általában többféle szoftverre és ezekhez kapcsolódó tanácsadásra is szüksége van, a keresztértékesítésben nagy lehetőségek vannak. Ez nem csak a meglévő kapcsolat miatt érvényesülhet a gyakorlatban, hanem azért is, mert az ügyfélnek előnyt jelenthet, ha egy helyről szerzi be programokat, hiszen így a kompatibilitási problémákkal kapcsolatos felelősséget nem tudják áthárítani egymásra a szállítók. Emiatt a részpiacok bizonyos fokú konvergenciája itt is megfigyelhető, ugyanakkor nem olyan erős, mint a telekommunikáció esetében, mivel egyrészt folyamatosan jelennek meg új piacok (bár ezek egy része csak korábbi termékek átnevezése a versenytársaktól való különbözés érdekében), másrészt bizonyos esetekben a specializáció megőrzése a célszerű.

Itt is fel kell tenni a kérdést, amit a TvNetWork esetében is, hogy hogyan érdemes együttműködést kialakítani a cégeknek egymással. Egyértelműen az akvizíciók mellett szól a szinergiák reciprok jellege. Az erőforrások típusa viszont a felvásárlások melletti érvként szolgálhat, ugyanis inkább a „szoft” tényezők – az alkalmazottak képzettsége, a know-how, esetleg a vevőkör – dominánsak. Mivel az egyesülő vállalatok erőforrásai között sok lehet az átfedés, ezért kedvezőbb a felvásárlási alternatíva, mert így nincs bizonytalanság afelől, hogy a változásban ki játszik vezető szerepet, és az egyes érdekcsoportok harca nem akadályozza az optimalizálást. Ez persze nem jelent feltétlenül elbocsátásokat, hiszen a növekvő kereslet miatt akár még létszámhiány is előfordulhat, de az alkalmazottak többségének jelentősen változhat a munkaköre, ami konfliktust eredményezhet. Szintén a felvásárlások mellett szól az is, hogy a kis cégek kevésbé stabilak, így megszűnésük miatt a szövetségesek elvesztése számottevő bizonytalanságot rejt magában.

A Freesoft eddig három akvizíciót hajtott végre. A Mooltech mobil eszközökhöz fejlesztett szoftvert, mint például az értékesítők PDA-ja, a BigFish pedig honlapszerkesztéssel és egyéb webes szolgáltatásokkal foglalkozott. A két cég egymáshoz hasonló, de a Freesoftnál méretű volt (körülbelül 80 millió Ft-os árbevétel). Az üzleti intelligenciával (vezetői információs rendszerekkel) foglalkozó Axis viszont ennél egy nagyságrenddel nagyobb (hozzávetőleg 1 milliárd Ft árbevételű) vállalat csoport volt, vagyis a Freesofthoz hasonló nagyságú. A Freesoft vállalati stratégiája egyrészt az elméleti bevezetőben említett „szinergiamenedzser” vonásait hordozza magán: jelentős keresztértékesítési lehetőségek vannak az egyes üzletágak között. Például azáltal, hogy webfejlesztési képességekre is szert tettek, megnyílt az út bizonyos közbeszerzési pályázatok előtt, ahol az iratkezelést és a honlapszerkesztést együtt igényelték. Másrészt a tőzsdei jelenlét miatt az „anyavállalati fejlesztő” szerepét is betölti, hiszen a marketingben jelentkező előnyök, melyeket a következő fejezetben tüzetesebben elemzek, az összes üzletágban érvényesülnek pusztán azáltal, hogy a céghez tartoznak.

A szoftvergyártás és számítástechnikai tanácsadás piacán a humán erőforrás az egyik legfontosabb tényező, éppen ezért az akvizíciók utáni integráció menedzselése kihívó feladat. A Freesoft azonban eddig jól teljesített: Mindhárom akvizícióját eredményesnek ítéli (különösen az Axis megvételét), miközben a gyakorlati tapasztalatok szerint három felvásárlásból egy szokott jól sikerülni. Ebben persze valószínűleg közrejátszott az is, hogy az értékesítés közben olyan mértékben nőtt, hogy nemcsak elbocsátásokra nem került sor, de még alvállalkozók nagy mértékű bevonására is szükség volt

A megszerzett tapasztalat mindenesetre hasznos lehet a további növekedés megvalósítása során. A Freesoft ugyanis a terjeszkedés folytatását tervezi, amennyiben további forrás áll rendelkezésére. Azonban már az eddig megvalósult fejlődéshez (az említett felvásárlások mellett nyitottak még két külföldi irodát) is tőkebevonásra volt szükség.

A másik két vállalat esetében nem a tőkebevonás volt az elsődleges cél, de megemlézték a bevezetés okai között. A Bookline-nál a növekedés irányát tekintve elsősorban a piac kiaknázásában (a belföldi értékesítés növelése, terjeszkedés azokba az EU-tagországokba, ahol számottevő magyar kisebbség él) és a piacfejlesztésben (a szolgáltatás kiterjesztése a könyvekhez hasonlóan raktározható és szállítható termékekre, például CD, DVD, műszaki cikkek, illetve könyv-nagykereskedelem) látják. Ehhez kapcsolódóan a logisztika és az informatika területén van szükség fejlesztésekre, míg a kiszállítás nem tartozik a vállalat alapvető képességeihez, ezért ki lett szervezve. Az említett beruházásokhoz tőkére van szükség, de nem olyan sokra, amennyit egy új tulajdonostárs bevonásával nem lehetne megszerezni. Külső növekedést egyelőre nem terveznek. Online könyvkereskedők ugyan nap mint nap feltűnnek a piacon, de a bizalom hiányában még egyik sem tudott annyira megerősödni, hogy érdemes legyen felvásárolni. A bolthálózattal is rendelkező cégek pedig azért nem jöhetnek szóba, mert a vállalat a kedvező növekedési lehetőségekkel rendelkező online piacra akar fókuszálni. (Amerikai példával élve nem a Barnes & Noble, hanem az Amazon modelljét követik.)

Az Állami Nyomda még a tőzsdére lépés előtt hajtott végre jelentős növekedést, a Lángcsoportból való kiválás után technológia alapján kapcsolódó diverzifikációt hajtottak végre: Beléptek a kártyagyártás piacára. Az ehhez szükséges forrást annak idején zártkörű tőkeemeléssel biztosították, a jövőben tervezett növekedés (a kártya és a biztonsági papír piacon várható dinamikus bővülés, illetve a külföldi leányvállalatokhoz és együttműködésekhez kapcsolódó beruházások, amennyiben sikerül a vevőkört bővíteni) pedig nem igényel komolyabb tőkebevonást. Finanszírozási szempontból mégis fontos lehet, hogy a társaság be van vezetve, ugyanis amennyiben találnak egy olyan – hasonló méretű, vagy legalább fele akkora – vállalatot, amelyet érdemes felvásárolni, akkor megfontolják a részvénykibocsátás lehetőségét is.

### 8.1.2. Tőkebevonás

Az előző fejezetben vizsgált növekedés finanszírozásához a társaságok a tőzsdéről vontak be tőkét, illetve tették lehetővé, hogy ez a megoldás a jövőben rendelkezésre álljon.

A TvNetWork még a bevezetés előtt többször vont be tőkét zárt körűen, ennek hatására a jegyzett tőke 30 millió Ft-ról 1,5 milliárd Ft-ra nőtt az alapítás és a tőzsdéi megjelenés között.

Ezen kívül hitelt is vett fel, 2005 végén könyv szerinti értéken a tőkeáttétel több mint 55% volt. Az informális befektetői kör (vagy más néven 4F = founders, family, friends, fools) kimerülésével fölvetődött egy kockázati tőke-társaság bevonása, a tárgyalások azonban nem zárultak eredményesen, így az út a tőzsdére vezetett.

A saját részvények eladásával sikerült is 100 millió Ft-ot bevonni, ugyanakkor az eredeti tervek szerint a bevezetés után néhány hónappal végrehajtandó tőkeemelést el kellett halasztani, mivel a papír likviditása és árfolyama kedvezőtlenül alakult. Annak érdekében, hogy újabb részvényeket lehessen forgalomba hozni, szükség van a kedvezőtlen tőzsdői fogadtatás okainak felszámolására: Javítani kell a jövedelmezőséget és meg kell szüntetni a vállalattal kapcsolatban emlegetett kockázati tényezőket (elsőségi részvények, azonos tulajdonosi körhöz tartozó szállítók).

A tőzsdére lépés előtt a Freesoft is próbálkozott magántőke társaságokkal és kockázati tőkésekkel, de folyamatosan visszautasították arra hivatkozva, hogy kicsi, noname, is hiányzik a bizalom. Így a tőkéhez jutás szempontjából a bevezetés számukra nem csak közvetlen eredménye miatt volt kedvező – 693 millió Ft (névértéken 385 millió Ft) értékű részvényt sikerült kibocsátani, hanem – közvetett módon – a transzparencia javításával is hozzájárult a finanszírozási lehetőségek bővítéséhez. A vállalat átláthatóbbá válásával ugyanis a jövőben könnyebben meg lehet győzni egy magántőke társaságot, hogy fektessen be a cégbe. Ezenkívül az idegen tőke bevonását is lehetővé tette. A szoftvercégek általában hitelképtelenek, mivel nem rendelkeznek értékes tárgyi eszközökkel, hiszen működésükhöz nincs rá szükség. A tőzsdői háttérrel azonban a Freesoft már tárgyalhat kölcsön felvételéről.

Bár az OTP-t nem vizsgáltam részletesebben, de érdemes megemlíteni, hogy regionális terjeszkedése során az akvizíciókhoz szükséges forrást nem a tőzsdéről vonta be, hanem szindikált hitellel fedezte. Ezt elsősorban a kibocsátási folyamat hosszával és a felvásárlások kimenetelének bizonytalanságával magyarázták. Ez az eset felhívja a figyelmet arra, hogy a részvénykibocsátás egy rugalmatlan forrásbevonási mód. Ugyanakkor, ha a vállalat finanszírozási politikája az alacsony tőkeáttételt részesíti előnyben, akkor nyilvánvaló megoldást jelent az idegen tőke átmeneti bevonása, és a részvénykibocsátás későbbi lebonyolítása a kölcsön visszafizetése érdekében.

A részvények akvizíciós fizetőeszközként történő használatával kapcsolatban a TvNetWork álláspontja az, hogy „részvény van, készpénz nincs”, vagyis a jövőben kész a felvásárolt vállalatokért saját értékpapírjaival fizetni. Ha jobban megvizsgáljuk a kérdést, akkor itt tulajdonképpen arról van szó, hogy a célvállalat tulajdonosait rákényszerítenék arra, hogy a

TvNetWorköt finanszírozzák. Nyilvánvaló viszont, hogy ezért cserébe – a menedzsment szerint jelenleg alulárázott – papírt csak diszkontált értéken fogadnák el. Így tehát egyensúlyt kell találni aközött, hogy az átmeneti finanszírozási nehézség áthidalása mekkora hasznot és az alacsony likviditású részvénnyel történő fizetés miatt alkalmazott diszkont mekkora költséget jelent a jelenlegi tulajdonosoknak.

A Freesoftnál ezzel szemben úgy gondolják, hogy mivel a részvény jelenleg nem elég likvid, a célvállalat valószínűleg nem fogadná el az ajánlatot. Túl nagy diszkont alkalmazása esetén pedig a jelenlegi tulajdonosok járnának rosszul, ami nem engedhető meg.

### 8.1.3. Értékteremtés vagy kockázatcsökkentés?

Joggal merül föl a kérdés, hogy vajon az 5.1. fejezetben leírt probléma milyen mértékben jelentkezik a négy vállalat esetében. Véleményem szerint azonban az elemzésbe bevont cégeknél nincs szó a menedzsment kockázatának csökkentése vagy vállalatbirodalmak építése érdekében végrehajtott értékromboló növekedésről.

Ezt három okból gondolom így. Az első, hogy a befektetést végző társaságoknál a beruházási igény előbb jelentkezett, mint a finanszírozási források, így nem lehet szó a szabad cash flow elköltéséről, hiszen a pozitív nettó jelenértékű projektek miatt nincs fölösleges forrás. A második, hogy a kibocsátás nem sokkal a növekedési tervek végrehajtása előtt történt, így a befektetők részletesen tájékozódtak a vállalatok terveiről, és az értékpapírok megvásárlásával áldásukat adták rá. A harmadik, hogy mindhárom cégnél koncentrált maradt a tulajdonosi szerkezet, ami pedig az 5.3. fejezetben leírtak szerint csökkenti a megbízó-ügynök elméletből származó költségeket.

Ellenérvként felvetődhet, hogy éppen azért, mert koncentrált a tulajdonosi szerkezet, maguk a nagy részvényesek is jókora kockázatot viselnek, ezért nekik is érdekükben áll a vállalaton belüli diverzifikáció. Ugyanakkor a tőzsdére lépéssel számukra is lehetővé vált, hogy értékpapírjaik egy részét eladva csökkentsék a vállalat sorsától való függésüket.

## 8.2. A marketing stratégia támogatása

### 8.2.1. A tőzsdei tudósítás mint hirdetési felület

A tőzsde nem csak az előbb taglalt finanszírozási területen tudja támogatni a stratégia végrehajtását, hanem a (szűkebb értelemben vett) marketing, pontosabban PR tevékenység támogatásával is. Az árfolyamok miatt a tőzsdén szereplő cégekről folyamatosan tudósítanak a

gazdasági hírek között, a bevezetésnek pedig még ennél is nagyobb sajtóvisszhangja szokott lenni, különösen mivel mostanában ez ritka esemény. Ez a hirdetési lehetőség ugyan többnyire nem tájékoztatja a fogyasztókat arról, hogy az adott vállalatnak milyen termékei vannak, mert az elemzésekben általában csak az iparágat említik, (bár például a Graphisoftnál rendszeresen hivatkoznak az ArchiCADre), viszont kíváncsiságot ébreszt a fogyasztóban, és mikor a társaságról tájékozódik (többnyire a honlapon), akkor ezt is megnézi. Ez a fajta hirdetési lehetőség napjainkban azért is különösen előnyös, mert a kifejezetten hirdetési céllal közvetített reklámok nagy része esetében az üzenet nem jut el a fogyasztóhoz (a figyelem szűkös erőforrás), és ezért egyre elterjedtebb a „gerilla-marketing”, vagyis szokatlan, a versenytársakétól különböző kommunikációs csatornák használata.

Az ezzel kapcsolatos hasznok pénzbeli értékét azonban nehéz meghatározni, sőt az ismertség növekedésének számszerűsítése is nehéz a mérési problémák és az egyéb tényezők befolyása miatt, így csak kvalitatív megfigyeléssel igazolható a pozitív hatás. A Bookline vezérigazgatója például azzal illusztrálta az ismertség javulását, hogy a telefonba már elég bement, hogy Bookline, és nem kell hozzátenni, hogy internetes könyvkereskedelemmel foglalkoznak. A vevői adatbázisuk pedig olyan kiterjedt lett időközben, hogy bárkivel találkozik, személyesen vagy családtagján keresztül jó eséllyel benne van.

Az ő esetükben szerintem a tőzsde a fókuszálás miatt is jó hirdetési lehetőség. Egy tévéhirdetés például nagyon sok olyan embert is elér, aki egyáltalán nem olvas könyveket, ha pedig mégis venne, mondjuk ajándékba, akkor nem interneten keresztül tenné azt. Ezzel szemben a befektetési információk legfontosabb forrása a világháló, tehát aki részvényekkel kapcsolatos elemzéseket olvas, az általában rendelkezik a vásárláshoz szükséges technikai feltételekkel. Emellett úgy vélem, ha nem is erős, de létezik kapcsolat az egyén befektetési szokásainak szofisztikáltsága és kulturális igényei között.

A bevezetéssel kapcsolatos jogi és szakértői költségek a Bookline esetében 30 millió Ft-ot tettek ki, de a GKM ezt 12,5 millió Ft-tal támogatta. A BÉT bevezetési díjat részvények után nem szed, a forgalomban tartási díj pedig egy hasonló kapitalizációjú cég esetén 2-3 millió Ft/év. Összehasonlításképpen, az index.hu címlapján a legolcsóbb banner díja 2 millió Ft/nap, vagyis a bevezetéssel kapcsolatos kiadásból hozzávetőleg 10 napig tudták volna reklámozni magukat a nagyobb hírportálok egyikén.

A tőzsdeképes cégek klubja (TCK) pedig még ennél is olcsóbb megjelenési lehetőséget kínált annak idején: Elég volt vállalni, hogy „középtávon megfontolják” a tőzsdei bevezetés lehetőségét,

és máris lehetett sajtótájékoztatót tartani a BÉT szervezésében, egy tőzsdéképes, vagyis stabil, erős társaság benyomását keltve. A TCK-tagok többségének azonban nem volt komoly a szándéka, így a tőzsde magát a kezdeményezést nem, de az ingyen reklámot megszüntette. Ma már kérdésre sem mondják meg, mely cégek tagjai a TCK-nak.

A Freesoftnál szintén úgy értékelik, hogy a tőzsdére lépés jelentős mértékben hozzájárult az ismertség növekedéséhez. Míg korábban évente egy-két cikkben foglalkoztak a céggel, addig a bevezetés óta havonta két sajtómegjelenés átlagosnak mondható, a velük foglalkozó újságcikkek közül pedig egy ötven centi vastag köteget sikerült összegyűjteni. Az ő esetükben azért is volt különösen nagy sajtóvisszhangja a kibocsátásnak, mert sok év után ők voltak az első társaság, amelyiket nem ki-, hanem bevezették.

### 8.2.2. Az image javítása

A hírekben való megjelenésnél is fontosabb azonban a pszichológiából ismert „glória hatás”. Az emberek többsége hajlamos arra, hogy egy személy, termék vagy cég egy tulajdonságának megismerése után a többi annak befolyása alatt elfogultan észlelje. Például, ha meg tudja, hogy egy cég tőzsdei, akkor általában azt is gondolja, hogy nagy, mert a tőzsdei vállalatokról általában ez a kép él, és hogy stabil, mert a nagy vállalatokról általában ezt tartják.

Az image javulását a vizsgált cégek mindegyike fontosnak tartotta. A Bookline esetében ez volt a bevezetés elsődleges célja. A társaság üzleti modellje ugyanis az interneten keresztül történő értékesítésre épül. A világhálón való vásárlással kapcsolatban azonban az emberekben különböző félelmek élnek (például visszaélnék a bankkártya adataival, nem kezelik diszkréten a személyes információkat, vagy egyszerűen csak nem a megbeszélte feltételeknek megfelelően szállítanak), mivel az internet anonimitást biztosít mindenkinek, így az elektronikus áruházak üzemeltetőinek is. Éppen ezért az online könyvkereskedelem piacán a fogyasztók bizalmának elnyerése az egyik legfontosabb kulcs sikertényező. Hasonló vállalkozások szinte havonta indulnak az interneten, hiszen az induláshoz nem kell nagy beruházás, a portál működtetéséhez szükséges szoftverek többsége ingyen letölthető. Ami miatt ezek a kezdeményezések mégis rendszeresen elbuknak, az a vevői bizalom hiánya.

Ebből a szempontból az üzlethálózattal rendelkező kereskedők előnyből indultak, hiszen a fizikailag létező, korábbról ismert boltok léte erősítheti a fogyasztók bizalmát, és a kételkedők inkább ezeket választják, mint a tisztán online terjesztőket. A probléma leküzdésére egy fontos stratégiai cél volt. Ennek megvalósítására a vállalat több taktikát is alkalmazott. A forgalmas Rákóczi út melletti üzlethelyiség erősítette a vásárlókban azt a tudatot, hogy a vállalat létezik,

illetve reklámfelületként is szolgál. A személyes átvétel lehetősége pedig leginkább az első kapcsolat kialakításakor fontos, az így megalapozott bizalomra építve pedig később a többi értékesítési lehetőséget is bátrabban veszik igénybe. Ezeket a tőzsdei megjelenés stratégiája (a mintzbergi 5P közül most a trükköt értve alatta) remekül kiegészítette. A Bookline piaci részesedése a bevezetési 35-40%-ról 50%-ra ment fel kevesebb, mint fél év alatt. Ez jelentős részben a tőzsde által biztosított reklámnak és image javítási lehetőségnek tulajdonítható, bár nyilvánvalóan egyéb tényezők is közrejátszottak.

A Freesoft megítélése szintén sokat javult a bevezetés óta. Egyedi szoftvergyártó céggént az ő ügyfeleik jellemzően nagy vállalatok, akik korábban nem is voltak hajlandók szóba állni egy noname kft-vel, így jellemzően csak alvállalkozóként kaptak megbízást. A jövedelmezőség szempontjából ez nagyon kedvezőtlen volt, mert csak felét (külföldön harmadát) kapták annak, amit a fővállalkozó (például az Oracle) elkért, pedig csak a nevét adta hozzá, a megvalósítást teljes egészében a Freesoft végezte. Azáltal viszont, hogy 18 millió USD kapitalizációjú Budapesti Értéktőzsdén jegyzett vállalként tudnak tárgyalni, tulajdonképpen kiterjesztették a tevékenységüket az ellátási láncban – a minőségért vállalt garancia és az ügyfélszerzés is az ő feladatuk lett, ami hatalmas hozzáadott értéket jelent. Így már a korábbi fővállalkozók versenytársaiként tudnak indulni a tendereken, és bár még mindig gyengébb a márkanevük, az alvállalkozóként elért ár kétszázszorosát tudják számlázni.

A TvNetWorknél szintén megemlítették, hogy a fogyasztói bizalomra jó hatást gyakorolt a bevezetés, bár egyelőre keveslik a rájuk fordított figyelmet, úgy vélik, hogy az alulértékelttség miatt nem foglalkoznak velük eleget.

Ennél a bevezetésnél volt még egy érdekes elképzelés, amit végül nem valósítottak meg. E szerint a jegyzés során a társaság előfizetői kedvezményben részesültek volna. Rájuk azért számítottak mint befektetőkre, mert részükről már kialakult egyfajta bizalom a cég iránt. (A tőzsdére lépés előtt akadt példa arra, hogy az ügyfelek részvényt vásároltak.) Fejlettebb tőkepiac esetén egyébként véleményem szerint nem elképzelhetetlen, hogy a részvény tulajdonlás lehetősége a marketingstratégia része legyen. A tulajdonjog ugyanis erősítheti a fogyasztó azonosulását a termékkel vagy a vállalattal, például egy sportcsapat rajongói vehetnek a klub részvényeiből, ami tovább lelkesítheti őket. Ehhez azonban olyan termék kell, amely erős érzelmi kötődést vált ki, egy kábeltévé viszont nem ilyen.

### 8.3. A humán erőforrás motiválása

Az elméleti részben bemutatott megbízó-ügynök elméletben felmerülő problémák megoldására gyakran ajánlott módszer a vezetők számára részvény vagy még inkább részvény opciók biztosítása. Ezzel ugyanis közvetlenül a tulajdonosi érték növelésében válnak érdekeltté. Az ellenzők szerint ugyanakkor a részvény árfolyama nem csak a vezetők teljesítményétől, hanem külső tényezőktől is függ, ezért szofisztikáltabb vagy teljesen más szemléletű (például eredmény alapján számított) ösztönzési rendszert ajánlanak. Dolgozatomban érdemesnek tartom bemutatni ezzel kapcsolatban, hogy a közelmúltban bevezetett társaságok motivációs rendszere hogyan változott.

A bevezetés előtt a megkérdezett vállalatok közül a Bookline-nál forgalom alapú, az Állami Nyomdánál pedig eredmény alapú ösztönzési rendszer volt érvényben, míg a Freesoftnál „családiasan” folyósították a vezetők bérét: likviditási problémák esetén előfordult, hogy elhalasztották a fizetést.

A tőzsdére lépés után az Állami Nyomdánál a korábbi eredmény alapú mutatók mellé fölvtették a részvényárfolyamot is. A Bookline esetében maradt a forgalom alapú jutalmazás, de ezt kiegészítették azzal, hogy csak akkor jár, ha az eredmény nem negatív (bár a változás nem köthető egyértelműen a nyilvánossá váláshoz). A Freesoftnál pedig eredménytől függő mozgóbért vezettek be. A TvNetWorknál nincs külön ösztönzési rendszer, mert a vezetők nagy része tulajdonos is, és ez nem változott a tőzsdei megjelenést követően sem. A papír alulértékelttségét nem tartják demotiválónak, sőt éppen emiatt nagyobb lehetőséget látnak az árfolyam későbbi emelkedésére.

Az előbb leírt változásokban az a tendencia látszik, hogy a motivációs rendszerben a tulajdonosi értékkel egyre közelebbi kapcsolatban levő indikátorokat alkalmazzanak. A forgalomtól az eredmény, az eredménytől pedig az árfolyam felé mozdultak el. A részvényopciós program a megkérdezettek többségénél már kidolgozás alatt áll, de még egyiküknél sem vezették be. Ez valószínűleg elsősorban adózási szempontokra vezethető vissza.

A vállalati teljesítmény objektívebb mérésén kívül a tőzsdei jelenlét azért is előnyös az emberi erőforrás stratégia szempontjából, mert megkönnyíti a vállalattal történő azonosulást. Többben is úgy értékelték, hogy egy tőzsdén jegyzett vállalatnál dolgozni presztízst jelent, vagyis az alkalmazottakkal szemben is érvényesül az előző pontban említett „glória-hatás”, kedvezőbben értékelik karrier lehetőségeiket, büszkébbek lehetnek vállalatukra.

## 8.4. Portfóliótisztítás

A Graphisoft nincs az általam részletesebben megvizsgált cégek között, ahogy azt a bevezetőben említettem, a Graphisoft Park bevezetését mégis érdekes esetnek tartom. E mögött ugyanis a többi vállalatétól homlokegyenest eltérő stratégia állt.

A rendszerváltást követő években az ingatlanpiac nem volt egyensúlyban. Kevés volt a modern irodaház, a beáramló nyugati vállalatok pedig tovább fokozták a túlkeresletet, így irreálisan magas árak alakultak ki. Korszerűtlen ingatlant viszont olcsón lehetett vásárolni, részben az állami vállalatok tömeges privatizációja miatt. A Graphisoft ennek folytán úgy döntött, hogy a kinőtt budapesti villákból nem bérelt, hanem saját irodába költözik, és földterületet vásárolt. Az Óbudai Gázgyár területén 1996-ban kezdődtek meg az építkezések, és a több mint 72 ezer m<sup>2</sup>-nyi irodát 1998-ban adták át. Kezdetben a társaság használta az épületek nagy részét, de már kezdetektől fogva egyre jelentősebbé váltak az idegen bérlők, eleinte többnyire szoftvervállalatok (például Microsoft Magyarország), később biotechnológiai, majd tanácsadó cégek is helyet kaptak.

A 3.4.2. fejezetben bemutatott GE/McKinsey-mátrixban gondolkodva ez kezdetben azt jelentette, hogy az új üzletág a bal felső sarokban helyezkedett el (vonzó iparág, de kevés versenyelőny). Később azonban az ingatlanpiac valamelyest konszolidálódott, így a lehetőségek csökkentek, a vállalat viszont jelentős tapasztalatokra tett szert, tehát a középső négyzetbe került. Ezek alapján a „szelektív növekedés” lenne a modell alapján ajánlott recept.

Csak hogy, mint az elméleti bevezetőben írtam, a vállalati stratégia szempontjából az egyes üzletágak konkrét helyzeténél sokkal fontosabb a közöttük lévő kapcsolat. A szoftverfejlesztés és az ingatlankezelés között gyakorlatilag nincs pozitív szinergikus hatás. A két üzletághoz teljesen eltérő kompetenciák szükségesek, keresztértékesítés nem lehetséges, és az adminisztrációban sem érhető el jelentős megtakarítás (hozzávetőleg évi 20-30 millió Ft ilyen jellegű költségnövekedésre számítottak a szétválás eredményeként). A nagyobb vállalatméret egyetlen előnye az lehetett, hogy a nemzetközi befektetők több figyelmet fordítottak a cégre.

Ugyanakkor számos tényező folytán a két üzletág együtt kevesebbet ért, mint a kettő összege. A közösen készített beszámoló miatt a működés kevésbé volt átlátható a külső szemlélő számára. A tevékenység összetettsége pedig megnehezítette a vállalat értékelését, ugyanis a részvényelemzők jelentős része bizonyos iparágakra specializálódik – egy szoftvercégeket vizsgáló elemző számára például nehézséget okozhat egy ingatlanportfólió piaci értékének megállapítása, – így, az óvatosság elvéből kiindulva, a társaságot alulértékelték. Végül a két iparágban teljesen eltérő tőkeszerkezet az ideális: A szoftvercégeket jellemzően saját tőkéből finanszírozzák, míg az

ingatlanfejlesztők általában jelentős mennyiségű idegen tőkét vonnak be, hiszen az eszközállományuk felhasználható fedezetként. Az elméleti részben említett Leland [2007] cikk szerint pedig az eltérő finanszírozási struktúra iránti igény figyelmen kívül hagyása negatív szinergiákat okozhat.

A Graphisoft vezetése az előbbi szempontokat mérlegelve már 2002-ben elhatározta, hogy a vállalatot szétválasztják. Számos érv szólt a tőzsdei bevezetés mellett és egy zártkörű értékesítés ellen. Egyrészt az ügylet így sokkal transzparensőbb volt a befektetők számára, másrészt az értékesített vagyon után így nem kellett társasági nyereségadót fizetni, végül ez a mód lehetővé tette a befektetők számára, hogy megtartsák érdekeltségüket egy olyan piacon, ahol az árak további növekedése várható. A tőzsdei bevezetés tehát a portfóliótisztítási stratégiának is lehet egy hasznos eszköze.

2005. december 31-én kettévált a hazai cég, majd 2006. augusztusában az anyavállalat is. Az F. melléklet grafikonján látható, hogy a tranzakció után a részvények árfolyamának összege gyors, a BUX-ot meghaladó ütemben emelkedett. (A két árfolyamot azért lehet egyszerűen összeadni, mert a Graphisoft és a Graphisoft Park saját tőkéjét azonos számú részvény testesítette meg.)

Pár héttel a szétválást követően, 2006. szeptemberében, már találgatások jelentek meg a Graphisoft esetleges felvásárlását illetően, végül 2006. decemberében a Nemetschekkel (a legnagyobb német konkurencsall) állapotodott meg a cég vezetése a vállalat eladásáról, és a menedzsmenttől kapott opció lehívása, illetve a kizsorításhoz szükséges hányad megszerzése után várhatóan még az idén ki fogják vezetni a részvényt a tőzsdéről. A két társaság közötti szinergia alapja elsősorban az új generációs program, a Construction továbbfejlesztéséhez és piacra viteléhez szükséges támogatás (tőke és értékesítési csatornák) biztosítása lehet. A korlátozott tőkeállománnyal rendelkező Nemetschek valószínűleg nem tudta volna megvenni a Graphisoftot, ha utóbbi megtartja ingatlanállományát. A portfóliótisztítás tehát a felvásárlást is elősegítette, még akkor is, ha nem kimondottan ennek érdekében történt.

## 9. A tőzsdei jelenlét hatása a tulajdonos stratégiájára

### 9.1. A stratégiaalkotási folyamat változása

A tőzsdei jelenlét hatásával kapcsolatban fontos kérdés, hogy a bevezetés hatására hogyan változik meg a stratégiaalkotás folyamata, miként módosul a különböző döntéshozó fórumok (felügyelő bizottság, igazgatóság, felsővezetés) ezzel kapcsolatos szerepe.

A vizsgált vállalatok közül egyedül a Freesoft esetében kapcsolódott össze a tőzsdére lépés a vezetési folyamatok lényeges változásával. A korábbi elsőszámú vezető és alapító megtette azt, amire az alapítók többsége hasonló helyzetben képtelen: visszalépett az elnöki pozícióba és a napi ügyek intézését egy professzionális vezetőre bízta. Ezáltal a stratégiai és az operatív vezetés elkülönült.

Az Állami Nyomda és a Bookline esetében ez az elkülönülés már a tőzsdei megjelenés előtt végbement. A tulajdonosok ugyan személyes példamutatásukkal és tanácsaikkal segítik a vállalat eredményes működését, de az operatív vezetésbe már nem szólnak bele. Ezzel szemben a TvNetWorknél a felsővezetés (vezérigazgató, gazdasági igazgató és két műszaki igazgató) részvényesekből áll. A stratégiai és az operatív döntések szintje még nem különült el, a fontos kérdésekben az előbb említett vezetők döntenek, illetve az idei évtől a marketing és az értékesítési igazgatót is bevonják.

A tőzsdei jelenlét tehát ritkán változtatja meg a vezetési folyamatokat, a tulajdonosi szerkezet és a tulajdonosok magatartása (részvétel a vezetésben) ennél fontosabb befolyásoló tényező. Ez persze nem jelenti azt, hogy az átlátható és kiszámítható vezetést a befektetők nem értékelnék. A TvNetWork esetében például kockázati tényezőként említették a koncentrált döntéshozatalt.

### 9.2. A kapcsolódó vállalatokban fennálló részesedések tisztázása

A tulajdonos stratégiáját még egy területen érintheti a tőzsdei bevezetés, a bevezetett társaság és a tulajdonos egyéb vállalatai közötti kapcsolat tisztázását illetően.

Ezzel kapcsolatban egy esetben merült fel probléma. A TvNetWork tulajdonosi köréhez tartozik Az Euronet Rt és az Euronetwork Kft, melyek hálózatokat és munkaerőt adnak bérbe a TvNetWorknek. Ez két kérdést vetett fel a befektetőkben. Az egyik, hogy értelmezhető-e a TvNetWork eredménye önmagában, hiszen az előbb említett két cég tevékenysége szorosan kapcsolódik hozzá. A másik az elméleti részben bemutatott megbízó-megbízó elmélettel

kapcsolatos: Mi a biztosíték arra, hogy a társaság irányítását kezükben tartó eredeti tulajdonosok nem csoportosítanak át eredményt a csak saját tulajdonukban levő cégekhez, például a multinacionális vállalatoknál adóoptimalizálásra használt technikákkal (transzferárak eltérítése a piaci ártól, tanácsadási szerződések).

Az igazgatóság elnökével folytatott beszélgetés alapján viszont a két cégtől való függőség nem annyira jelentős, a 400-500 millió Ft bevételű Euronetnek évente 100 millió Ft-ot fizetnek egy hálózatért, melyet ők üzemeltetnek, de az Euronet tulajdonában van, illetve 50 millió Ft körüli értékben szereznek be hardware-t tőlük, 5-10% körüli árrés mellett; a Euronetwork pedig még ennél is kisebb jelentőségű. Véleményem szerint a tulajdonostársak megkárosítására ezzel kapcsolatban nem került sor, hiszen a vállalatok között alkalmazott árak nem változtak a kibocsátás után, de – mivel a többi befektető számára mégis bizonytalanságot jelent – célszerű lenne megváltoztatni a jelenlegi helyzetet. A vállalat ezzel kapcsolatban azt tervezi, hogy az Euronet apportálni fogja a szóban forgó hálózatot a TvNetWorkbe, az Euronetwork esetében pedig napirenden van a cég megszüntetése.

Ausztráliai terjeszkedése során a Freesoft is végrehajtott egy részvénycserét, amely érdekes lehet ebből a szempontból. Az ausztrál stratégiai szövetséges (ők hozzák az ügyfeleket, a Freesoft pedig a technológiát) kezdeményezésére – a csoporton belüli elszámolóárakkal kapcsolatos konfliktus enyhítése érdekében – az általuk alapított cég (Freesoft Asia Pacific) részvényt bocsátott ki, amit a magyar cég részvényeire cserélt a társaság nagyobb tulajdonosaival. Az irányítást gyakorló részvényesek azonban továbbra is jobban érdekeltek abban, hogy a profitot a magyar és ne a közös cégben számolják el.

## 10. A tőzsdei jelenlét hatása a vállalat stratégiájára

### 10.1. A függetlenség elvesztésének lehetősége

A nyilvánosan működő társaságok esetében folyamatosan fennáll annak a lehetősége, hogy egy felvásárlás során elvesztik függetlenségüket. Ennek több fokozata képzelhető el: Lehetséges, hogy a vállalat új tulajdonos birtokába kerül, aki esetleg ki is vezeti a tőzsdéről, de minden más változatlan marad. Ennél azonban valószínűbb, hogy a társaság egyedi kockázatainak való kitettségeért cserébe a vállalat felett megszerzett kontrollt a tulajdonosi értéket növelő intézkedések megtételére akarja használni, ami változással jár együtt, és magában foglalhatja a teljes menedzsment vagy egyes vezetők cseréjét. Végül, ha a felvásárló egy szakmai befektető, akkor az is elképzelhető, hogy a szervezetet valamilyen mértékben integrálja a saját rendszerébe.

A régi tulajdonosok számára a felvásárlás pénzügyileg csak akkor végződhet rosszul, ha a részvény korábban alulértékelt vagy illikvid volt (mint például a Brau esetében), ugyanis a tőkepiaci törvény őket védi, a felvásárló számára folyamatos bejelentési kötelezettséget és az akvizíciót megelőző időszak átlagárfolyamára alapozott minimális vételárat ír elő. Így legfeljebb érzelmi oldalról, például az alapításban való részvétel miatt kialakult elkötelezettség miatt érintheti őket negatívan a tranzakció.

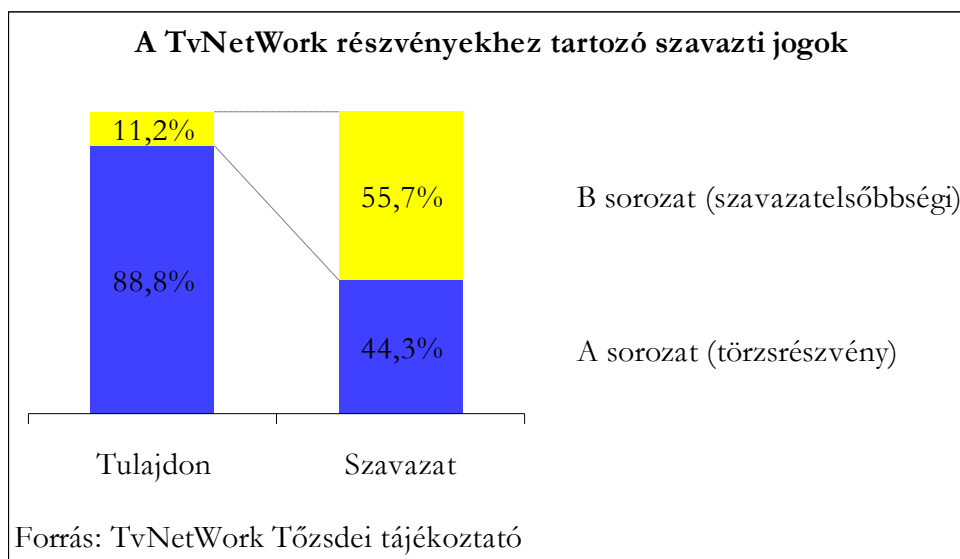
A menedzsment esetében már összetettebb a helyzet. Amennyiben az új tulajdonos részéről nincs meg a bizalom, vagy a stratégiában változások következnek be (például a vállalatcsoport többi tagjaival való szinergiák kihasználása érdekében bizonyos tevékenységek más céghez kerülnek át), akkor könnyen elveszthetik állásukat. A múltbeli jó teljesítményre és a vállalat ismeretére alapozva azonban, ha pozitív a hozzáállásuk a változáshoz, akkor akár előnyösebb helyzetbe is kerülhetnek. A dolgozat témája szempontjából fontos kérdésnek tartottam megvizsgálni, hogy a megkérdezett vállalatok miként viszonyulnak a felvásárlás lehetőségéhez, hogyan reagálnának ilyen esetben, része-e a stratégiájuknak ennek megakadályozása vagy éppen elősegítése.

A vállalatok többsége nem tartott a felvásárlás veszélyétől. A Bookline-nál nem tettek semmilyen, ennek megakadályozását szolgáló intézkedést. Dolgozatom írása közben a Közép-Európai Média és Kiadói Zrt a részvények 30,5%-ának megvásárlása után nyilvános vételi ajánlatot tett, és a tulajdonosok között még folytak a tárgyalások. Így – érthető módon – velük nem sikerült interjút készíteni.

A Freesoftnál szintén pozitív volt a hozzáállás. A legnagyobb tulajdonosok kifejezetten örülnének, ha egy magántőke társaság fantáziát látva a cégben kivézetné azt a tőzsdéről, és további forrásokkal látná el. Mint azt a 8.1.1. fejezetben említettem, ilyen értelemben a tőzsdei megjelenés a transzparencia javítását és a magántőkések érdeklődését felkeltő eszköznek is tekinthető. Az egész vállalat megvásárlásánál valószínűbbnek tartanának azonban egy olyan forgatókönyvet, hogy egy szakmai befektető csak egy-egy üzletágot, például az iratkezelést vagy a legacyt venné meg. Egy ilyen ajánlatot nem is utasítanának vissza, ha az ár megfelelő.

Az Állami Nyomdánál szintén azt válaszolták, hogy egy felvásárlási ajánlat esetén a tulajdonosi érték maximalizálása lenne az elsődleges szempont. Egyelőre azonban nem volt ilyen irányú érdeklődés.

A TvNetWorknél viszont több intézkedést is tettek annak érdekében, hogy egy esetleges ellenséges felvásárlásra irányuló próbálkozásnak sikeresen ellen tudjanak állni. A vállalat eladását nem vetik el kategorikusan, többször tárgyaltak erről kockázati tőke társaságokkal, de eddig nem jutottak eredményre.



A társaság vezetői azonban csak baráti felvásárlást fogadnának el. A „cápák” elriasztására elsősorban az alapszabályban rögzített rendelkezések és a részvényekhez kapcsolódó jogok meghatározása szolgál. Az előbbiben öt évre előre kinevezték a társaság igazgatóságának és felügyelő bizottságának tagjait, míg az elterjedt gyakorlat szerint általában egy évre választják őket. A társaság tulajdonát két sorozat részvény testesíti meg. A tőzsdére bevezetett A sorozathoz kapcsolódik a tulajdon 89%-a, és a szavazatok 44%-a, míg az alapítók kezében maradt B sorozathoz csak a vagyon 11%-a kapcsolódik, ugyanakkor 56%-nyi szavazati erőt, vagyis

többséget biztosít a közgyűlésen, mivel 10 szavazatra jogosítja birtokosát. Ezenkívül a 9.2. fejezetben már említett összefonódások, és az alapítók valószínűsíthető összefogása is segíthet egy ellenséges akvizíció megakadályozásában.

Ez a heves ellenállás valószínűleg arra vezethető vissza, hogy mint korábban már említettem, a részvényesek és a menedzsment nem váltak szét, így az alapszabály megalkotásánál nem a tulajdonosi érték maximalizálása volt az egyetlen szempont, hanem a jelenlegi vezetők pozíciójának és a társaság függetlenségének megtartását is célul tűzték ki. Utólag viszont belátták, hogy az ilyen intézkedéseknek több a kára, mint a haszna. A korlátozások ugyanis elriasztották a befektetőket, jelenleg az árfolyam és a likviditás is alacsony.

A növekedés finanszírozásáról szóló részben kifejtettem, hogy egy konvergáló és koncentráló iparágban a tőkéhez való hozzájárulás segítheti a vállalatot abban, hogy a változások élére álljon, ugyanakkor az ezt biztosító tőzsdői megjelenés miatt saját maga is célponttá válik. Ezt a dilemmát azonban a TvNetWork által alkalmazott védekezési taktikák nem oldhatják meg, mert elveszik a befektetők kedvét attól, hogy vásároljanak az értékpapírból.

Ezzel kapcsolatban felmerülhet egy látszólagos ellentmondás: A kismenedzsmentesek jellemzően nem járnak közgyűlésre, a szavazati jog korlátozását mégis negatívan értékelik. Ez azonban egyszerűen megmagyarázható azzal, hogy ők ugyan nem tudnak változtatni a vállalat helyzetén (mert túl nagy erőfeszítést igényelne a befektetéshez viszonyítva), azonban ha értéket lehet teremteni a menedzsment leváltásával vagy egy másik vállalattal való összeolvadás során keletkező szinergiákkal, akkor csak abban az esetben lesz érdekelt egy támadó (raider) a vállalat felvásárlásában, és ennek érdekében a kisbefektetők papírjának megvételében, ha ahhoz a kontroll joga is hozzátartozik.

Ebből következően el kell fogadni, hogy a tőzsdén a növekedés együtt jár a függetlenség elvesztésének kockázatával. Tulajdonosi oldalról viszont ez – az 5.4. fejezetnek megfelelően – kifejezetten kedvező. A megbízó-ügynök elmélet szerint is a társaságok irányítási jogáért folytatott verseny az egyik legfontosabb mechanizmus a részvényesek és a vezetők érdekeinek összehangolására.

A TvNetWork számára tehát tanácsos az említett korlátozásokat feloldani annak érdekében, hogy a befektetőket megnyerje. Ezt követően pedig úgy tudja megtartani pozícióját a menedzsment, hogy a befektetők előtt folyamatosan bizonyítja alkalmasságát. Célszerű lenne stabil intézményi befektetőket bevonni, bár kétségtelen, hogy méretéből adódóan ez nehézséget okozhat. A

transzparencia növelése és az eredményesség javítása azonban elengedhetetlen feltétele a terjeszkedés folytatásához szükséges tőke bevonásának.

## 10.2. A befektetési időtáv változása

Az elméleti bevezetésben felvonultatott szakirodalmi források szerint elképzelhető, hogy a tőzsdén jegyzett vállalatok rövidebb távon gondolkodnak, mint a zárt körűen működők, mivel fontosnak tartják a részvényárfolyam befolyásolását. Kíváncsi voltam rá, hogy a magyar tőkepiacon ez mennyire érvényesül. Az alkalmazott módszertan (interjúk készítése) miatt azonban csak korlátozott következtetések vonhatók le, mivel a vezetőknek nyilvánvalóan azt kell kommunikálniuk a tulajdonosok felé, hogy hosszú távon gondolkodnak, illetve a befektetők is ilyen képet akarnak kialakítani saját magukról. Először a stratégiai tervezés időtávjával, majd a menedzsment, végül pedig a tulajdonosok „látótávolságával” kapcsolatos megfigyeléseimet mutatom be.

A tervezési időhorizontot az Állami Nyomdánál a tőzsdei megjelenés nemhogy csökkentette, de még növelte is. Éppen ez vezetett ugyanis ahhoz, hogy átgondolják a stratégiát, és több évre előre üzleti tervet készítsenek. A befektetők ugyanis a társaság jövőbeli lehetőségeit árazzák be, így a befektetőket az elképzelésekről informálni kell. Ezt pedig nem lehet megtenni anélkül, hogy a menedzsment maga is végiggondolná a szándékait és részletes tervet készítené.

A menedzsment döntési időhorizontját vizsgálva fontos megemlíteni, hogy a megkérdezett vállalatok közül egyedül az Állami Nyomda papírja tekinthető likvidnek, míg a másik háromra viszonylag kevés ügyletet kötnek. Ez hivatkozási alapot adhat a vezetőknek arra, hogy az árfolyam változását figyelmen kívül hagyják rámutatva, hogy az nem a valós értéket tükrözi, hanem a spekulánsok pillanatnyi hangulatát, ezért nem is érdemes tekintettel lenni rá. A Bookline-nál és a Freesoftnál is azt nyilatkozták, hogy az árfolyamot nem kísérik napi szinten figyelemmel.

Az elméleti részben hivatkozott szerzők jelentős része az opciós programokra vezeti vissza azt a jelenséget, hogy a vezetők időhorizontja rövidebb, mint a befektetőké. Amint azonban a 8.3. fejezetben említettem, ilyen programot még egyik vállalatnál sem valósítottak meg. Vezetői és alkalmazotti részvénytulajdonlás ugyan több társaságnál megfigyelhető, ám ez sokkal kisebb motivációt jelent a rövidlátásra. Az opció ugyanis egy adott időpontra szól, és gyakran a lehívás után azonnal eladják az értékpapírt, míg a részvény birtoklása esetén nincs ilyen kitüntetett időpont.

Az ösztönzési rendszerbe ugyan az Állami Nyomdánál bekerült az árfolyamcél is, ami miatt felvetődhet, hogy ez az időszak végi kurzus optimalizálására és ennek érdekében a hosszú távon megtérülő beruházások elhalasztására ösztönözhet. Egyrészt azonban a vezetőknek nem csak a következő évi javadalmazás fontos, hiszen általában még hosszú ideig a vállalat élén szeretnének maradni. Másrészt pedig, ha arra vagyunk kíváncsiak, hogy a tőzsde milyen hatással volt a befektetési időhorizonra, akkor a bevezetés előttihez érdemes viszonyítani a motivációs rendszert. Előzőleg az éves eredménytől függött, hogy mennyi bónuszt kapnak, ez pedig véleményem szerint még inkább a rövid távú gondolkodás irányába hat, hiszen az árfolyamban a befektetők legalább részben elismerik a később megtérülő, de költségként most elszámolandó kiadásokat (például kutatás-fejlesztés, marketing).

A menedzsmenttel kapcsolatban tehát azt a következtetést lehet levonni, – a korábban említett korlátozások mellett – hogy a tőzsdei bevezetés nem vezetett rövidlátáshoz. Ugyanakkor nem lehet figyelmen kívül hagyni, hogy az ennek okaként emlegetett feltételek (gyenge tulajdonosi kontroll, árfolyamra épülő ösztönzési rendszer) csak részben vagy egyáltalán nem valósultak meg, a vizsgált társaságok nem váltak tipikus szórt tulajdonú nyilvános vállalattá.

A befektetők rövidlátását vizsgálva az Állami Nyomda bevezetésének időzítése érdekes példával szolgálhat. Az üzlet fejlesztéséhez szükséges beruházásokat (a kártyagyártáshoz használt berendezések üzembeállítását) ugyanis még a bevezetés előtt megvalósultak, vagyis amíg a vállalat magánszemélyek és egy kockázati tőke társaság tulajdonában volt. A nyilvánossá válás óta pedig nagyobb beruházást nem terveznek. Ez összhangban van a magántőke társaságok működésével – megvásárolják a céget, fejlesztést hajtanak végre, majd óriási haszon realizálása mellett eladják. E mechanizmus működése pedig azt sejteti, hogy a befektetők nem gondolkodnak azonos időtávon, ugyanis, ha a hosszú távú beruházásokból származó hasznokat nem diszkontálnák túlzott mértékben, akkor a magántőkések nem tudnának értéket teremteni; a valóságban azonban egyre több ilyen vállalkozás működik. A példa tanulságosabb lenne egyébként, ha az Állami Nyomda már a Royalton beszállása előtt is tőzsdei társaság lett volna. Így is érdekes megfigyelés azonban, hogy az eladást úgy időzítették, hogy a beruházásnak akkorra már számszerűen mérhető haszna legyen.

A Freesoft esetében pedig a 8.1.1. fejezetben említett befektetések miatt a kibocsátás során bevont tőke elfogyott, így jelenleg azokra a tevékenységekre összpontosítanak, melyek gyorsan megtérülnek. Ebből következően el kell halasztaniuk bizonyos beruházásokat, például a Contentum programot egyelőre nem fejlesztik tovább olyan irányban, hogy dobozos szoftverként is eladható legyen. A menedzsment és a fő tulajdonosok szerint ezekkel a projektekkal ugyan

értéket tudnának teremteni, de a külső befektetőket erről nem tudják meggyőzni, így nem lehetséges további tőke bevonása.

Végül a TvNetWorknél a bevezetést követően a csak hosszú távon megtérülő terjeszkedéssel szemben a rövid távú jövedelmezőség helyreállítása vált az egyik legfontosabb célkitűzéssé. Ennek a stratégiai hangsúlyeltolódásnak kifejezetten az az oka, hogy a piaci fogadtatás nem volt megfelelő.

Az előbbieket összegezve arra a következtetésre lehet jutni, hogy vagy nincs elég megtakarítása azoknak a befektetőknek, akik szóba jöhetnek a vizsgált cégek részvényeseiként (alapvetően közepes méretű magyar cégekről van szó, akik a nemzetközi alapok számára kicsik), vagy a tőzsdei befektetők rövidebb távon gondolkodnak, mint a vállalatok megalapítói, és ezért kerül sor néhány hosszú távon megtérülő projekt elhalasztására.

### **10.3. Transzparens működés**

Az előző fejezetben vizsgált, a befektetés időtávjával kapcsolatos probléma valószínűleg nem csak a befektetők időbeli preferenciáira vezethető vissza, hanem inkább az információval való ellátottságra. A megvalósítandó beruházások részletes ismeretének hiányában ugyanis a befektetők nem adnak pénzt, hiszen nem tudják összehasonlítani az alternatív megtakarítási lehetőségekkel. Az információs aszimmetria két okra vezethető vissza: Az egyik, hogy a befektető figyelme szűkös erőforrás. Egy amerikai nyugdíjalap nem ér rá mindent megtudni egy 20 millió dollár kapitalizációjú vállalatról. A másik, hogy maguk a társaságok is visszatartják az információkat.

Ennek egy lehetséges oka, hogy a vezetők meg akarják téveszteni a tulajdonosokat, mint az amerikai könyvelési botrányok esetében is. Ennél viszont sokkal valószínűbb, hogy a részvényesi érték maximalizálása érdekében nem közölnek bizonyos információkat. A 3.1.1. fejezetben hivatkozott forrásnak megfelelően, bizonyos helyzetekben a tervezett stratégiai lépéseket nem célszerű a versenytársak, a vevők vagy a szállítók felé kommunikálni, mert megkönnyítené számukra, hogy ellenlépéseket tegyenek, illetve növelné az alkupozíciójukat. Ebből következően bizonyos információkat a nyilvánosan működő vállalatok nem adhatnak át tulajdonosaiknak, mert akkor mások is tudomást szereznének róla (egy részvénnyel is lehet valaki tulajdonos).

A tőzsdei jelenlét következménye, hogy a vállalat sokkal transzparensbébbé válik mindenki felé, és – bár ezt ritkán említik – a tulajdonosok számára kevésbé lesz átlátható, hiszen az előzőek szerint

a szenzitív információkat vissza kell tartani. Az interjúk során arra is rákérdeztem, hogy látják-e valamilyen hátrányát a nagyobb nyilvánosságnak.

A tapasztalatokat röviden összefoglalva elmondható, hogy a vállalatról kötelezően nyilvánosságra hozandó adatok mennyisége nem változott jelentős mértékben a zártkörű működéshez képest. Extra információt csak az elnyert tenderek, illetve nagyobb összegű megbízások bejelentése hordoz. Az Állami Nyomdánál ugyanakkor úgy vélték, hogy ez semmilyen hátrányt nem jelent, mert ezt egyébként is kitennék a honlapjukra referenciaként. A Bookline-nál a marketing költségvetést tartották a legszenzitívebb adatnak, ezt azonban továbbra is más kiadásokkal összevonva közlik.

Jelentősen változott viszont az adatközlés gyorsasága, hiszen az A kategóriás cégeknek negyed-, a B kategóriásoknak féléves gyorsjelentést kell közzé tenniük, így frissebb információkhoz juthatnak a versenytársaik is. Emellett az adatok könnyebben elérhetővé váltak. Míg a cégbíróásra általában nem mennek el a konkurensok, addig a honlapról elérhető jelentéseket valószínűleg elolvassák.

A TvNetWorknél még az adatok érvényességére vonatkozó megjegyzéssel is kiegészítették az összképet. A zártkörűen működő vállalatok csak arra motiváltak, hogy alacsonyabb eredményt mutassanak ki (adózási okokból), míg a tőzsdéi társaságok esetében ezt ellensúlyozza, hogy sikerességük bizonyítása érdekében magasabb profitot akarnak kommunikálni a befektetők felé. Ennek megfelelően a számviteli politika eltér a két csoportnál, és az utóbbi esetben a beszámolók jobban tükrözik a valós üzleti folyamatokat.

A nyilvánosság költségei véleményem szerint abszolút értékben nem térhetnek el jelentősen a különböző vállalatok esetében (leszámítva, hogy az A kategóriában szigorúbbak az elvárások, de csak az Állami Nyomda tartozott ide). Ennek ellenére a TvNetWorknél és a Bookline-nál magasnak, míg a Freesoftnál és az Állami Nyomdánál alacsonynak érzékelték a költségeket. Abban egyetértenek, hogy a pénzben fizetendő ráfordítás már kicsi, mert elég a társaság honlapján és egy országos napilapban közzétenni az információkat. A tájékoztatásra fordított időt azonban eltérően becsülik.

E mögött két okot látok, az egyik a vállalat mérete – a nagyobb cégeknél ugyanakkora ráfordítás relatív értelemben kisebb. A másik pedig, hogy a vállalatok attitűdje eltérő. A Freesoft – mint korábban utaltam rá, kifejezetten előnyösnek tartja a transzparenciát, mivel hozzájárulhat ahhoz, hogy a jövőben befektetőket vonjanak be. A Bookline-nál viszont inkább negatívan értékelték a nyilvánosságot, mert a versenytársak így könnyebben hozzájuthatnak bizonyos szenzitív

információkhoz. A TvNetWorknél szintén soknak tartják a tájékoztatáshoz szükséges időráfordítást. Meglátásom szerint azonban, még a jelenleginél is több figyelmet kellene fordítani a befektetőkkel való kapcsolattartásra annak érdekében, hogy a 2006-os gyorsjelentéshez hasonló tévedések ne forduljanak elő, hiszen ez alapfeltétele a jövőben tervezett tőkebevonásnak.

## 11. Konklúzió



Dolgozatomban megvizsgáltam, hogy a tulajdonosok és a vállalatok stratégiáját a tőzsdei jelenlét, hogyan segítheti. Hat lehetséges célt azonosítottam, amely indokolhat egy bevezetést, kettőt a tulajdonosok, négyet a vállalat oldaláról, illetve megvizsgáltam azt is, hogy a nyilvános működés milyen hatással lehet a stratégiára. Bízom abban, hogy a levont következtetések támpontot adhatnak a bevezetésről szóló döntés meghozatalában, illetve, hogy a BÉT számára hasznos adalékul szolgálhatnak a kibocsátói oldal motivációinak minél alaposabb megértésében.



A tulajdonos számára néha érdemes – a gyalog sakkfigurához hasonlóan – egy értékeesebb befektetésre (bábura) cserélni a meglévőt, különösen, ha nem lát lehetőséget a vállalat továbbfejlesztésére. A tőzsdei bevezetés ennek egy praktikus módja. Ugyan ekkor nem érvényesíthetők az árban a felvásárló vállalattal való együttműködés során realizálható esetleges szinergiák, mint egy trade sale esetében, és általában nem adható el egyszerre az összes részvény, de a sok vevő egymásra licitálva felhajthatja az árfolyamot, az alkufolyamat pedig egyszerűbb, hiszen nincs szükség hosszas tárgyalásokra. A részleges kiszállás pedig nem csak hátrányként, hanem előnyként is értékelhető, hiszen lehet, hogy csak egy bizonyos, korlátozott mennyiségű forrás felszabadítása a cél, vagy a későbbi kiszállás lehetőségét akarják megteremteni. A bevezetés mint eszköz használata azonban korlátozott: csak a megfelelő mérettel rendelkező társaságok esetében használható.



A királynők hiúságához hasonlóan a befektetők általános vágya, hogy megtudják, esetleg másoknak is megmutassák, hogy mekkora vagyonnal rendelkeznek. Ehhez a tőzsde az érték folyamatos mérésével járulhat hozzá. A részvényekkel foglalkozó elemzők szakmailag felkészültek a vállalatértékeléssel kapcsolatos kérdésekben, és objektív kép kialakításában érdekeltek. Több vélemény átlagolása pedig – a nagy számok törvényének megfelelően – kisebb hibához vezet. Itt is meg kell fontolni azonban, hogy a vállalat kellően nagy méretű-e, az alacsony likviditás ugyanis torz képet festhet a társaság értékéről. A helyes mérés érdekében pedig az információs aszimmetria megszüntetésére különösen oda kell figyelni.



A vállalat oldaláról a pozíciók megszilárdítása, illetve új „bástyák építése” gyakori cél. Ehhez azonban tőkére van szükség. A saját tőke az egyik legdrágább finanszírozási lehetőség, ráadásul elég rugalmatlan, mert a kibocsátási folyamat lassú, akár több hónapot is igénybe vehet. Viszont a bevonható forrás mennyisége kevésbé korlátozott, nem kell a túl magas tőkeáttételtől rettegni. Sőt, a hitelképesség javításával az idegen tőke bevonását is

megkönnyíti. A kibocsátott részvények ellenértékét nem kell a kölcsönökhöz hasonlóan előre megadott időpontokban visszafizetni, így a kibocsátás által biztosított finanszírozás hosszú távú. A kamatokkal szemben pedig az osztalék mértéke alkalmazkodik a vállalat nyereségességéhez, így kisebb a csődkockázat is.



A kommunikáció kiemelt fontosságát jól tükrözi, hogy a sakkban a futár az egyik legfontosabb tiszt. A vállalatok számára is lényeges, hogy meg tudják szólítani stakeholdereiket, különösen a vevőket. A tőzsde mint marketingeszköz alkalmazásakor mérlegelni kell, hogy jelentős kööttségeket von maga után a vállalat más területeire vonatkozóan, és viszonylag nagy fix költséggel jár. A gerilla marketing terjedése és a fókuszált reklámozás egyre fontosabbá válásával azonban sok cég számára reális lehetőséget jelenthet a tőzsdei elemzések hirdetési felületként történő használata. A tárgyalások során pedig a tőzsde hozzájárul az erős, stabil vállalat képének kialakításához.



Rengeteg iparágban lehetetlen eredményeket elérni egy motivált csapat nélkül. A tőzsde azonban segíthet abban, hogy az alkalmazottak és a vezetők „királynak érezzék magukat”. A bevezetés hatására ugyan fennállhat a veszélye, hogy megnő az olyan tulajdonosok aránya, akik a társaság működtetésében nem vesznek részt, de ez csak ott csökkentheti a motivációt, ahol korábban az alkalmazottak széles köre rendelkezett részvénnel, és most ettől „meg tudtak szabadulni”. A motivációs rendszer hozzákötése az árfolyamhoz, illetve az opciós programok bevezetése új eszközt adhat a humán erőforrás vezetők kezébe, bár az opciós programok jelenleg adózási hátrányokkal járnak. A tőzsdei jelenléttel járó presztízs azonban mindenképpen hozzájárul a dolgozók elégedettségéhez.



Végül a vezetőkben felmerülhet, hogy a vállalatot hatékonyabbá kell tenni, az erőforrásokat a kulcsfontosságú területekre kell összpontosítani, vagyis a lóhoz hasonló gyorsaságra és rugalmasságra van szükség. Ennek érdekében érdemes lehet az üzletági portfóliót egy-két huszárvagással megtisztítani. A tőzsde ebben a tranzakció átláthatóvá tételével segíthet, illetve a vagyontárgyak eladása helyett egy új cég tőzsdére történő bevezetésével adózási előnyök is elérhetők.



A stratégia hatása a tőzsdei jelenlétre azonban nem egyirányú kapcsolat: A tőzsdei jelenlét is befolyással lehet a stratégiára. A tulajdonosnak a stratégiaalkotásban játszott szerepe elsősorban attól függ, hogy létezik-e több jól elkülöníthető érdekcsoport a részvényesek között. Amennyiben igen, akkor már a tőzsdére lépés előtt, vagy anélkül is átalakulhatnak a döntés-előkészítési és döntéshozási mechanizmusok, viszont a

bevezetés önmagában nem vezet a stratégiai és operatív szint elkülönüléséhez, csak közvetetten, a részvényesi szerkezet átalakításával járulhat hozzá. A vállalat eredeti tulajdonosának stratégiájával szemben a kisbefektetők érdekének védelme fontos követelményt támaszt: A tőzsdei megjelenés előtt célszerű a társaság és az eladó egyéb cégei között fennálló kapcsolat tisztázása. A bevezetés eredményeként a menedzsmentre nézve jelentős veszélyt jelenthet a függetlenség elvesztésének lehetősége. Ez ellen azonban nem célszerű adminisztratív eszközökkel védekezni, mert ez elriasztja a befektetőket; helyette a kiválóan végzett vezetői munka jelenthet esélyt a pozíció megtartására. Mivel a később beszálló befektetők általában türelmetlenebbek az alapítóknál, ezért a bevezetés után fontossá válik, hogy a vállalat rövidtávon is sikereket érjen el. A nagyobb átláthatóság azonban nem kell félni, a versenytársak csak kevés plusz információhoz jutnak a tőzsdén szereplő vállalat stratégiájáról, bár könnyebben és gyorsabban hozzáférhetővé válnak bizonyos adatok, illetve az éves beszámoló a valóságos jövedelmezőségnek megfelelő képet fest a cégről.

## Irodalomjegyzék

### Elméleti cikkek, könyvek

- Allcock, Deborah – Pass, Christopher [2006]: Executive incentive pay strategies in entrepreneurial UK initial public offering companies – An empirical study, *Corporate Governance*, 2006/2. szám, 148-162. oldal
- Amihud, Yakov – Lev, Baruch [1981]: Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, *The Bell Journal of Economics*, 1981/2. szám, 605-617. oldal
- Amihud, Yakov – Lev, Baruch [1999]: Does corporate ownership structure affect its strategy towards diversification, *Strategic Management Journal*, 1999/11. szám, 1063-1069. oldal
- Amit, Raphael – Livnat, Joshua – Zarowin, Paul [1989]: The mode of corporate diversification – Internal ventures versus acquisitions, *Managerial and Decision Economics*, 1989/2. szám, 89-100. oldal
- Anderson, Ronald C. – Reeb, David M. [2003]: Founding-Family Ownership and Firm Performance – Evidence from the S&P 500, *The Journal of Finance*, 2003/3. szám, 1301-1328. oldal
- Angyal Ádám [2001]: Vállalati kormányzás – Corporate governance, Aula Kiadó, Budapest 2001.
- Anonymus [1993]: Business strategy – Eenie, meenie, minie, mo, *The Economist*, 1993. március 20., 76. oldal
- Anonymus [2002]: Financial statement restatements – Trends, market impacts, regulatory responses, and remaining challenges, United States General Accounting Office, 2002., <http://www.gao.gov/new.items/d03138.pdf> (letöltve: 2007.02.11-én)
- Anonymus [2005]: Számítástechnikai szolgáltatók és szolgáltatások, 2004, Központi Statisztikai Hivatal, Budapest, 2005.
- Anonymus [2006]: Távközlési szolgáltatások használata a magyar üzleti és intézményi szférában, Nemzeti Hírközlési Hatóság, 2006., <http://www.nhh.hu/dokumentum.php?cid=9614> (letöltve: 2007.04.20-án)
- Anonymus [2007]: Békét kötött a Tesco és a Coca-Cola, *Tőzsdefórum*, 2007. április 16., [http://www.tozsdeforum.hu/index2.phtml?menu=0&submenu=onearticle&news\\_id=369076&red=ka](http://www.tozsdeforum.hu/index2.phtml?menu=0&submenu=onearticle&news_id=369076&red=ka) (letöltve: 2007.04.08-án)
- Ansoff, H. Igor [1965]: Corporate strategy – An analytic approach to business policy for growth and expansion, Penguin Books Ltd., Harmondsworth, 1968.

- Antal-Mokos Zoltán – Balaton Károly – Drótos György – Tari Ernő [1997]: *Stratégia és szervezet*, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1997.
- Bácskai Tamás [2000]: *A kockázati tőke-finanszírozás*, *Vezetéstudomány*, 2000/10. szám, 11-17. oldal
- Balla Andrea: *Vállalati tőkeszerkezet-politika – Empirikus elemzés a tőzsdéi cégek tőkeszerkezet-választásáról 1995-2000 között*, *Vezetéstudomány*, 2006/7-8. szám, 20-32. oldal
- Barry, Christopher B. – Muscarella, Chris J. – Peavy, John W. III – Vetsuypens, Michael R. [1990]: *The role of venture capital in the creation of public companies – Evidence from the going-public process*, *Journal of Financial Economics*, 1990/2. szám, 447-471. oldal
- Baysinger, Barry D. – Kosnik, Rita D. – Turk, Thomas A. [1991]: *Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy*, *Academy of Management Journal*, 1991. március, 205-214. oldal
- Berle, Adolf A. Jr. – Means, Gardiner C. [1932]: *The modern corporation and private property*, William S. Hein & Company, Buffalo, 1982.
- Bernheim, Douglas B. – Whinston, Michael D. [1986]: *Common Agency*, *Econometrica*, 1986/4. szám, 923-942. oldal
- Boot, Arnoud W. A. – Gopalan, Radhakrishnan – Thakor, Anjan [2006]: *The entrepreneurs choice between private and public ownership*, *The Journal of Finance*, 2006/2. szám, 803-836. oldal
- Brückner Gergely: *Eszkimók, fókák*, *Manager Magazin*, 2005/12. szám, 44-49. oldal
- Bushrod, Lisa [2006]: *Escaping the glare*, *European Venture Capital & Private Equity Journal*, 2006/3. szám
- Capron, Laurence [1999]: *The long-term performance of horizontal acquisitions*, *Strategic Management Journal*, 1999/11. szám, 987-1018. oldal
- Clausewitz, Carl von [1832]: *Vom Kriege*, Ullstein Buchverlage GmbH & Co KG, Berlin, 1999.
- Cohen, Boyd D. – Dean, Thomas J. [2005]: *Information asymmetry and investor valuation of IPOs – Top management team legitimacy as a capital market signal*, *Strategic Management Journal*, *Strategic Management Journal*, 2006/7. szám, 683-691. oldal
- Covey, Stephen [1996]: *The spirit of synergy*, *Incentive*, 1996/9. szám, 25. oldal
- Davis, James H. – Schoorman, F. David – Donaldson, Lex [1997]: *Toward a Stewardship Theory of Management*, *Academy of Management Review*, 1997/1. szám, 20-47. oldal
- de Wit, Bob – Meyer, Ron [1994]: *Strategy – Process, Content, context – An International Perspective*, West Publishing Company, St. Paul, 1994.

- Demers, Elizabeth – Lewellen, Katharina [2006]: The marketing role of IPOs – Evidence from web traffic, *BFuP*, 2006/5. szám, 468-481. oldal
- Demsetz, Harold – Lehn, Kenneth [1985]: The structure of corporate ownership – Causes and consequences, *The Journal of Political Economy*, 1985/6. szám, 1155-1177. oldal
- Denis, David J. – Denis, Diande K. – Sarin, Atulya [1999]: Agency theory and the influence of equity ownership structure on corporate diversification strategies, *Strategic Management Journal*, 1999/11. szám, 1071-1076. oldal
- Denis, David J. – Denis, Diane K. – Sarin, Atulya [1997]: Agency problems, equity ownership, and corporate diversification, *The Journal of Finance*, 1997/1. szám, 135-160. oldal
- Derrien, Francois – Kecskés, Ambrus [2007]: The initial public offerings of listed firms, *The Journal of Finance*, 2007/1. szám, 447-479. oldal
- Dittmar, Amy – Thakor, Anjan [2007]: Why do firms issue equity?, *The Journal of Finance*, 2007/1. szám, 1-54. oldal
- Dobbs, Richard – Bock, Kurt W. – Huth, Johannes P. – Watson, David Pitt – Sundén, Lennart [2006]: Creating value: The debate over public vs. private ownership, *McKinsey on Finance*, 2006/3. szám, 1-7. oldal
- Dyer, Jeffrey – Kale, Prashant – Singh, Harbir [2004]: When to ally & when to acquire, *Harvard Business Review*, 2004/4. szám, 108-115. oldal
- Eccles, Robert G. – Lanes, Kersten L. – Wilson, Thomas C. [1999]: Are you paying too much for that acquisition?, *Harvard Business Review*, 1999/4. szám, 136-146. oldal
- Efendi, Jap – Srivastava, Anup – Swanson, Edward P. [2006]: Why do corporate managers misstate financial statements – The role of option compensation, corporate governance, and other factors,  
[aaahq.org/AM2006/display.cfm?Filename=SubID\\_0847.pdf&MIMEType=application%2Fpdf](http://aaahq.org/AM2006/display.cfm?Filename=SubID_0847.pdf&MIMEType=application%2Fpdf) (letöltve: 2007.02.11-én)
- Erickson, Merle – Hanlon, Michelle – Maydew, Edward [2004]: Is there a link between executive compensation and accounting fraud, [www.blackwell-synergy.com/doi/pdf/10.1111/j.1475-679X.2006.00194.x](http://www.blackwell-synergy.com/doi/pdf/10.1111/j.1475-679X.2006.00194.x) (letöltve: 2007.02.11-én)
- Filatotchev, Igor – Lien, Yung-Chich [2005]: Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms – Evidence from Taiwan, *Asia Pacific Journal of Management*, 2005/3. szám, 257-283. oldal
- Filatotchev, Igor – Toms, Steve – Wright, Mike [2006]: The firm's strategic dynamics and corporate governance life-cycle, *International Journal of Managerial Finance*, 2006/4. szám, 256-279. oldal

- Folta, Timothy B. – Janney, Jay J. [2004]: Strategic benefits to firms issuing private equity placements, *Strategic Management Journal*, 2004/3. szám 223-242. oldal
- Gedajlovic, Eric [1993]: Ownership, strategy and performance – Is the dichotomy sufficient, *Organization Studies*, 1993/5. szám, 731-752. oldal
- Glueck, William F. [1980]: *Business policy and strategic management – Third edition*, McGraw-Hill, New York, 1980.
- Goedhart, Marc H. – Koller, Timothy – Rehm, Werner [2006]: Making capital structure support strategy, [http://www.mckinseyquarterly.com/article\\_abstract\\_visitor.aspx?ar=1723](http://www.mckinseyquarterly.com/article_abstract_visitor.aspx?ar=1723) (letöltve: 2006.10.28-án)
- Goold, Michael – Campbell, Andrew [1991]: From corporate strategy to parenting advantage In: de Wit, Bob – Meyer, Ron [1994]: *Strategy – Process, Content, context – An International Perspective*, West Publishing Company, St. Paul, 1994., 287-290. oldal
- Graham, John R. – Harvey, Campbell R. – Rajgopal, Shiva [2005]: The economic implications of corporate financial reporting, *Journal of Accounting & Economics*, Amsterdam, 2005. december, 3-74. oldal
- Griffin, Ricky W. [1990]: *Management – Third edition*, Houghton Mifflin Company, Boston, 1990.
- Grossman, Sanford J. – Hart, Oliver D. [1980]: Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation, *The Bell Journal of Economics*, 1980/11. szám, 42-64. oldal
- Hambrick, Donald C. [1980]: Operationalizing the Concept of Business-Level Strategy in Research, *The Academy of Management Review*, 1980/10. szám, 567-575. oldal
- Haspelagh, Philippe [1982]: Portfolio planning – Uses and limits In: de Wit, Bob – Meyer, Ron [1994]: *Strategy – Process, Content, context – An International Perspective*, West Publishing Company, St. Paul, 1994., 287-290. oldal
- Hitt, Michael A. – Ireland, R Duane [1985]: Corporate distinctive competence, strategy, industry and performance, *Strategic Management Journal*, 1985/3. szám, 273-293. oldal
- Jensen, Michael C. [1989]: Eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review*, 1989/5. szám, 61-74. oldal
- Johnson, Gerry – Scholes, Kevan [2002]: *Exploring Corporate Strategy – Text and Cases – Sixth Edition*, Pearson Education Ltd., Harlow, 2002
- Johnson, Simon – La Porta, Rafael – Lopez-de-Silanes, Florencio – Shleifer, Andrei [2000]: Tunneling, *The American Economic Review*, 2000/5. szám, 22-27. oldal
- La Porta, Rafael – Lopez-de-Silanes, Florencio – Shleifer, Andrei [1999]: Corporate ownership around the world, *The Journal of Finance*, 1999/2. szám, 471-517. oldal

- Lane, Peter J. – Cannell, Albert A. Jr. – Lubatkin, Michael H. [1998]: Agency problems as antecedents to unrelated mergers and diversification – Amihud and Lev reconsidered, *Strategic Management Journal*, 1998/6. szám, 555-579. oldal
- Lane, Peter J. – Cannella, Albert A. Jr. – Lubatkin, Michael H. [1999]: Ownership structure and corporate strategy – One question viewed from two different worlds, *Strategic Management Journal*, 1999/11. szám, 1077-1086. oldal
- Lee, Peggy M. – O’Neill, Hugh M. [2003]: Ownership structures and R&D investments of U.S. and Japanese firms – Agency and stewardship perspectives, *Academy of Management Journal*, 2003. április, 212-225. oldal
- Lehn, Kenneth – Poulsen, Annette [1989]: Free cash flow and stockholder gains in going private transactions, *The Journal of Finance*, 1989/3. szám, 771-787. oldal
- Leland, Hayne [2007]: Financial synergies and the optimal scope of the firm – Implications for mergers, spinoffs, and structured Finance, *The Journal of Finance*, 2007/2. szám, 765-807. oldal
- Lerner, Joshua [1994]: Venture capitalists and the decision to go public, *Journal of Financial Economics*, 1994/3. szám, 293-316. oldal
- Lucier, Chuck – Schuyt, Rob – Tse, Edward [2005]: CEO succession 2004 – The worlds most prominent temp workers, [www.boozallen.de/media/file/ceo\\_succession\\_2004.pdf](http://www.boozallen.de/media/file/ceo_succession_2004.pdf) (letöltve: 2007.03.30-án)
- Magretta, Joan [2003]: Miért fontosak az üzleti modellek?, *Harvard Business Manager*, Budapest, 2003/2. szám, 26-33. oldal
- Manne, Henry G. [1965]: Mergers and the market for corporate control, *The Political Journal of Economy*, 1965/2. szám, 110-120. oldal
- McNulty, Terry – Pettigrew, Andrew [1999]: Strategists on the board, *Organization Studies*, 1999/1. szám, 47-74. oldal
- Miles, David [1993]: Testing for short termism in the UK stock market, *The Economic Journal*, 1993/11. szám, 1379-1396. oldal
- Mintzberg, Henry [1987]: The Strategy Concept I – Five Ps For Strategy, *California Management Review*, 1987/3. szám, 11-24. oldal
- Modigliani, Franco – Miller, Merton H. [1958]: The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *The American Economic Review*, 1958/3. szám, 261-297. oldal
- Myers, Stewart C [1984]: The capital structure puzzle, *The Journal of Finance*, 1984/7. szám, 575-592. oldal

- Myers, Stewart C. – Majluf, Nicholas S. [1984]: Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 1984/2. szám, 187-221. oldal
- Nelson, Theresa [2003]: The persistence of founder influence – Management, ownership, and performance effects at initial public offering, *Strategic Management Journal*, 2003/8. szám, 707-724. oldal
- Ohmae, Kenichi [1982]: *The mind of the strategist – The art of Japanese business*, McGraw-Hill, New York, 1982.
- Palócz Éva (szerk.) [2003]: *Közép- és Kelet-Európa a rendszerváltás után*, Kopint-Datorg, Budapest, 2003.
- Pennings, Johannes M. – Puranam, Phanish [2001]: Market convergence & firm strategy – New directions for theory and research, [fp.tm.tue.nl/ecis/papers/plpenn.pdf](http://fp.tm.tue.nl/ecis/papers/plpenn.pdf) (letöltve: 2007.04.15-én)
- Pfeffer, Jeffrey [1972]: Size and composition of corporate boards of directors – The organization and its environment, *Administrative Science Quarterly*, 1972/2. szám, 218-228. oldal
- Porter, Michael E. [1988]: From competitive advantage to corporate strategy, *McKinsey Quarterly*, 1988/1. szám, 35-70. oldal
- Porter, Michael E. [1996]: What is strategy?, *Harvard Business Review*, 1996/6. szám, 61-78. oldal
- Rappaport, Alfred – Sirower, Mark L. [1999]: Stock or cash – The trade-offs for buyers and sellers in mergers and acquisitions, *Harvard Business Review*, 1999/6. szám, 147-158. oldal
- Rasmusen, Eric [1989]: *Games and information*, Basil Blackwell, Oxford, 1989.
- Rubach, Michael J. [1997]: The changing face of corporate ownership – Do institutional owners affect firm performance, disszertáció, The Graduate College at the University of Nebraska, 1997. augusztus
- Shleifer, Andrei – Vishny, Rober W. [1990]: Equilibrium short horizons of investors and firms, *The American Economic Review*, 1990. május, 148-153. oldal
- Sinkovics Alfréd: A vállalkozások tőkeszerkezetének átalakulása Magyarországon 1995-2002 – Empíria és hipotézisek, *Vezetéstudomány*, 2004/12. szám, 41-50. oldal
- Stein, Jeremy C. [1989]: Efficient capital markets, inefficient firms – A model of myopic corporate behavior, *The Quarterly Journal of Economics*, 1989. november, 655-699. oldal
- Thompson, Arthur A. Jr. – Strickland, A. J. [1987]: *Strategic management – Concepts and cases – Fourth edition*, Bpi-Irwin, Homewood, 1987.

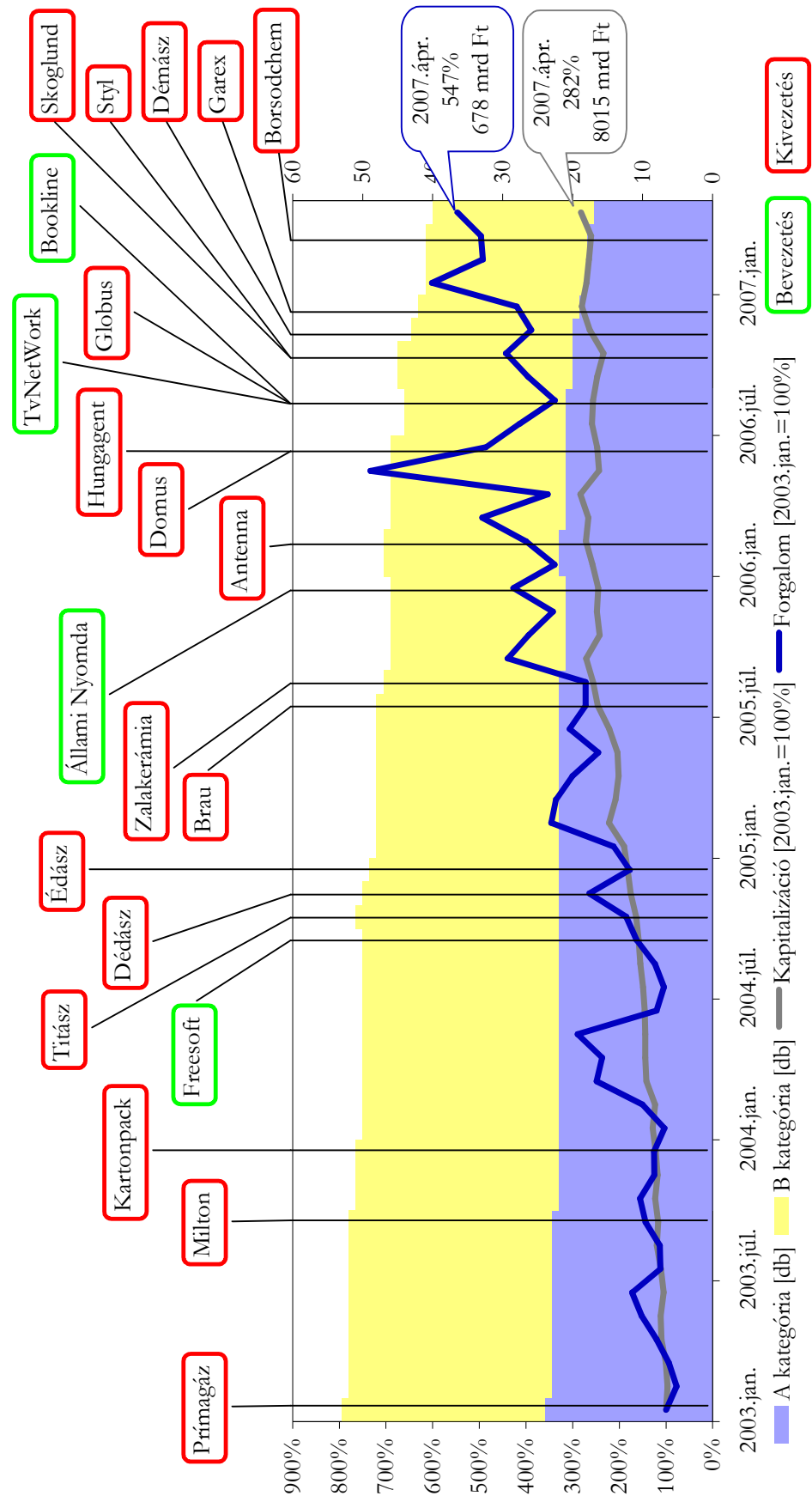
- Tosi, Henry L. – Werner, Steve – Katz, Jeffrey P. Gomez-Mejia, Luis R. [2000]: How much does performance matter – A meta-analysis of CEO pay studies, *Journal of Management*, 2000/2. szám, 301-339. oldal
- Walsh, James P. – Kosnik, Rita D. [1993]: Corporate raiders and their disciplinary role in the market for corporate control, *The Academy, of Managerial Journal*, 1993/4. szám, 671-700. oldal
- Wang, Kun – Zahid, Iqbal [2006]: Auditor choice, retained ownership, and earnings disclosure for IPO firms – Further evidence, *International Journal of Managerial Finance*, 2006/3. szám, 220-240. oldal
- Webb, David C. [1993]: The trade-off between cash flow and net present value, *Scandinavian Journal of Economics*, 1993. március, 65-75. oldal
- Weston, Fred J. – Mitchell, Mark L. – Mulherin J. Harold [2004]: Takeovers, restructuring and corporate governance, Pearson Education, Upper Saddle River, 2004., 19. fejezet, 525-549. oldal
- Whinston, Michael D. [2003]: On the transaction cost determinants of vertical integration, *Journal of Law Economics & Organization*, 2003/1. szám, 1-23. oldal
- Williamson, Oliver E. [1988]: Corporate finance and corporate governance, *The Journal of Finance*, 1988/7. szám, 567-591. oldal
- Woitdtké, Tracie [2002]: Agents watching agents – Evidence from pension fund ownership and firm value, *Journal of Financial Economics*, 2002/1. szám, 99-131. oldal
- Woolridge, Randall J. – Snow, Charles C. [1990]: Stock market reaction to strategic investment decisions, *Strategic Management Journal*, 1990/5. szám, 353-363. oldal

## **Társasági dokumentumok**

- Állami Nyomda: Kibocsátási tájékoztató, 2005
- Állami Nyomda: Gyorsjelentés, 2006
- Bookline: Kibocsátási tájékoztató, 2006
- Bookline: Éves jelentés, 2006
- Freesoft: Kibocsátási tájékoztató, 2004
- Freesoft: 2006-os éves jelentés
- TvNetWork: Kibocsátási tájékoztató, 2006
- TvNetWork: Gyorsjelentés, 2006
- TvNetWork: Éves jelentés, 2006

## A. Melléklet – A BÉT forgalmát jellemző adatok

A BÉT forgalmát jellemző adatok



## B. Melléklet – Az Állami Nyomda bemutatása



Az 1851-ben alapított vállalat a rendszerváltás után versenykörnyezetbe került, 1993-ban pedig privatizálták: A Láng Kiadó vette meg a részvények 70%-át a maradék pedig a munkavállalók és az önkormányzat kezébe került. 1997-ben új stratégiát fogalmaztak meg a tulajdonosok: a tartalom-szolgáltatásra, az informatikára és a műanyagkártya-gyártásra fókuszálva, ennek megfelelően 1999-ben létrehozták az Okmányvédelmi Laboratóriumot, 2000-ben pedig chipkártyagyártásra alkalmas berendezéseket helyeztek üzembe. A fejlesztésekhez szükséges tőke biztosítása érdekében időközben a Royalton kockázatitőke-társaságot is bevonták a tulajdonosok közé. A társaságot 2005. novemberében bevezették a Budapesti Értéktőzsdére.

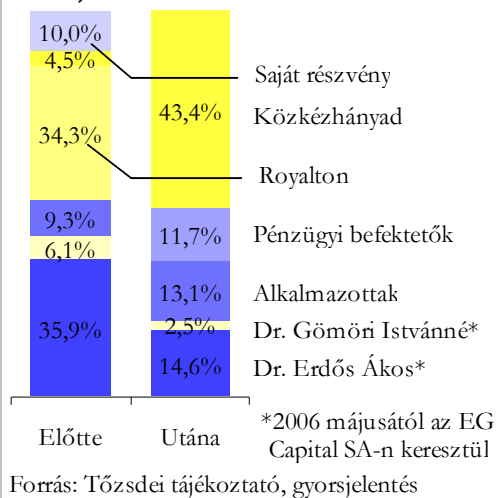
### A részvény fő adatai, 2006.12.31.

- Ticker: ANY
- Bevezetés: 2005.12.08.
- Kategória: A
- Részvénytársaságok: A törzs 1 396 e db × 980 Ft, B dolg. 9 e db × 980 Ft, C dolg. 73 e db × 980 Ft

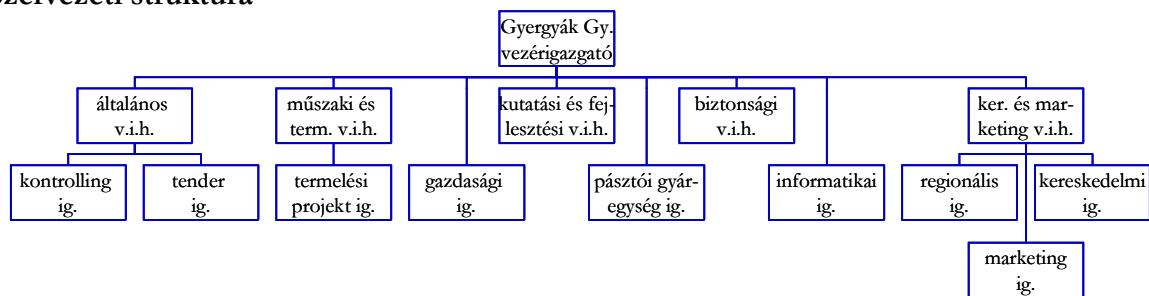
### A vállalat fő adatai, 2006.12.31.

- Árbevétel: 14 189 m Ft
- Adózott eredmény: 1 060 m Ft
- Alkalmazottak: 807 fő
- Eszközök: 7 007 m Ft
- Saját tőke: 4 131 m Ft
- Kapitalizáció: 9 482 m Ft

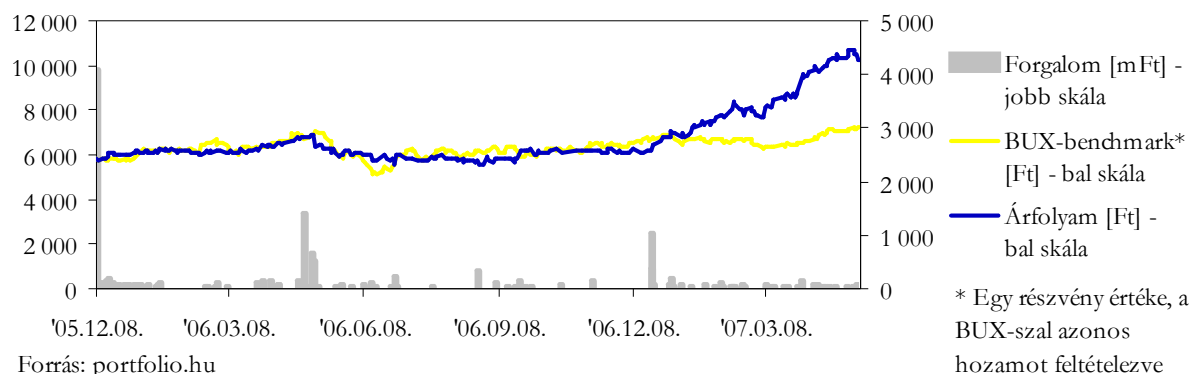
### Tulajdonosi struktúra



### Szervezeti struktúra



### Árfolyam, forgalom



## C. Melléklet – A Bookline bemutatása



A Morgan Hill Consulting Kft.-t 1999-ben alapították, fő tevékenysége a szoftverfejlesztés és az online marketing volt. Ifj. Márffy György a társaság mellett a Központi Antikvárium ügyvezetője volt, innét jött az ötlet az online könyvkereskedelem elindítására. A Láng Holdinggal közösen alapítottak céget, Bookline Magyarország néven, 2003. januárjában. A Morgan Hill Consultingnál 2004-2005 során profiltisztítás végeztek, és megszüntették a könyvkereskedelmi tevékenységet. Ezt követően az MHC Rt 100% tulajdont szerzett Bookline Kft.-ben. 2005. márciusában a részvénytársaság felvette a Bookline.hu nevet és 2006. augusztusában nyilvános kibocsátást hajtott végre a BÉT-en. 2007-ben a Közép-Európai Média és Kiadói Zrt. nyilvános vételi ajánlatot tett a részvényekre.

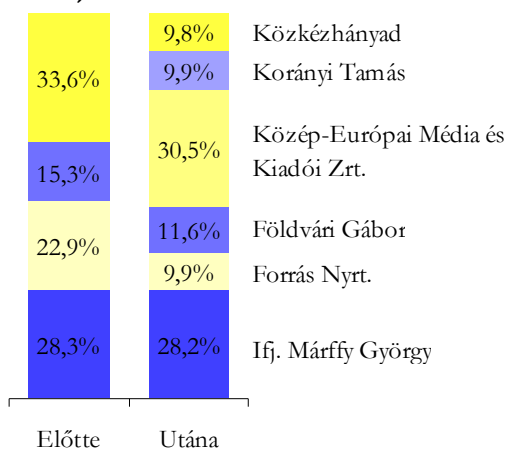
### A vállalat fő adatai, 2006.12.31.

- Árbevétel: 1 418 m Ft
- Adózott eredmény: -118 m Ft
- Alkalmazottak: 77 fő
- Eszközök: 712 m Ft
- Saját tőke: 322 m Ft
- Kapitalizáció: 3 668 m Ft

### A részvény fő adatai, 2006.12.31.

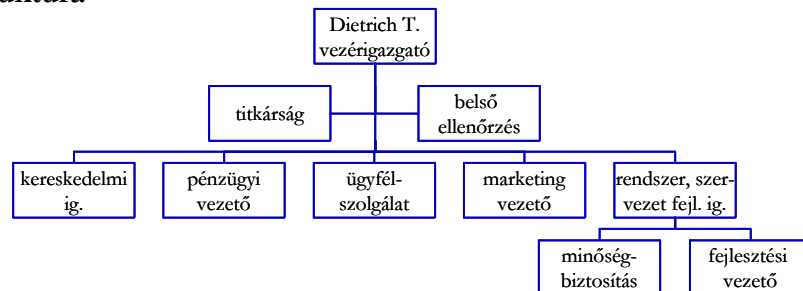
- Ticker: BOOK
- Bevezetés: 2006.08.28.
- Kategória: B
- Részvénytársaságok: 3 275 e db × 100 Ft

### Tulajdonosi struktúra

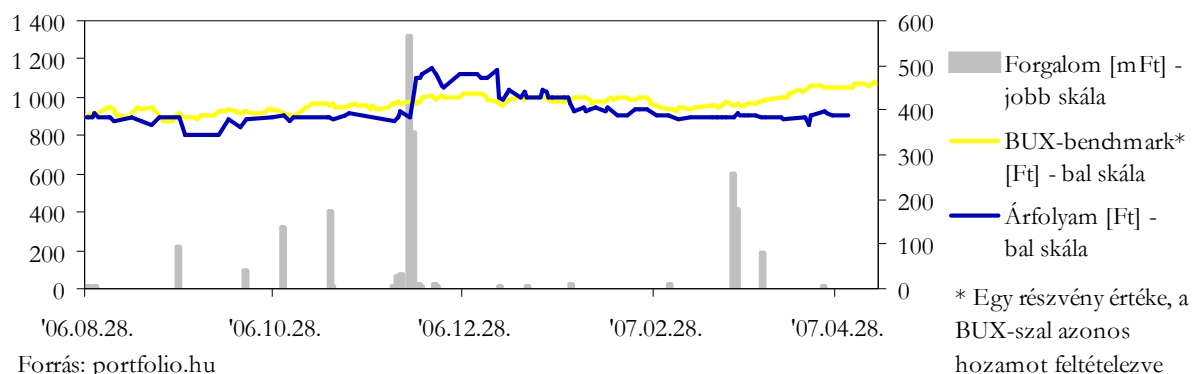


Forrás: Tőzsdei tájékoztató, éves jelentés

### Szervezeti struktúra



### Árfolyam, forgalom



## D. Melléklet – A Freesoft bemutatása

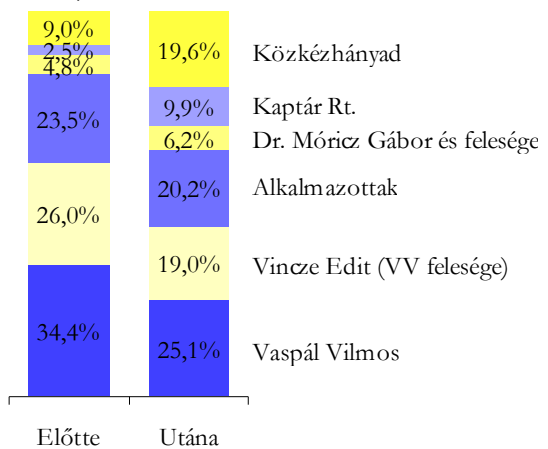


A Freesoftot 1990-ben alapították Ingres alapú termékek forgalmazására, neve a free(lancer) és a soft(ware) szavakból jött létre. Kezdetben a szoftverek licenzzeit értékesítették, majd a megszerzett gyakorlat lehetővé tette, hogy saját termékeket is fejlesszenek. 2000-2003 között az iparág válságba került, a kormányzati megrendelések pedig visszaestek. A finanszírozás érdekében a társaság 2000 februárjában 148 millió Ft értékű kötvényt bocsátott ki, és ebből fedezte a nehéz időszak átvészeléséhez szükséges beruházásokat. A további fejlődés érdekében azonban úgy látták, hogy célszerű a társaság tőzsdéi bevezetése, és 2004. júliusában ezt meg is tették egy alaptőke emeléssel együtt. A bevont tőkéből felvásároltak három céget és nyitottak két külföldi irodát.

### A vállalat fő adatai, 2006.12.31.

- Árbevétel: 3 074 m Ft
- Adózott eredmény: -16 m Ft
- Alkalmazottak: 141 fő
- Eszközök: 2 849 m Ft
- Saját tőke: 1 715 m Ft
- Kapitalizáció: 3 731 m Ft

### Tulajdonosi struktúra

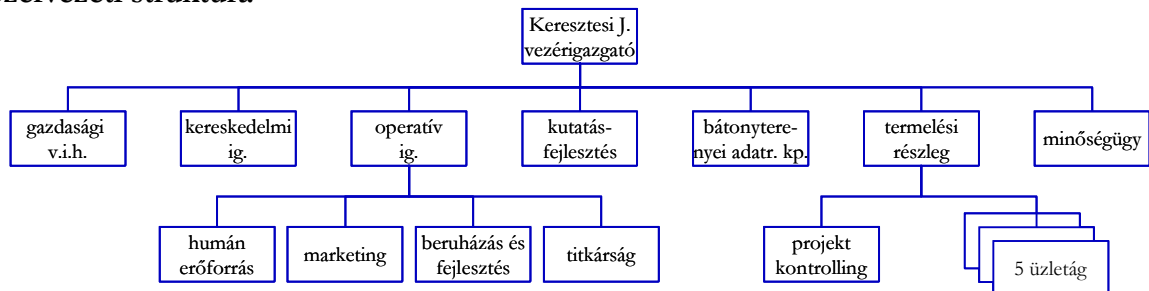


Forrás: Tőzsdéi tájékoztató, éves jelentés

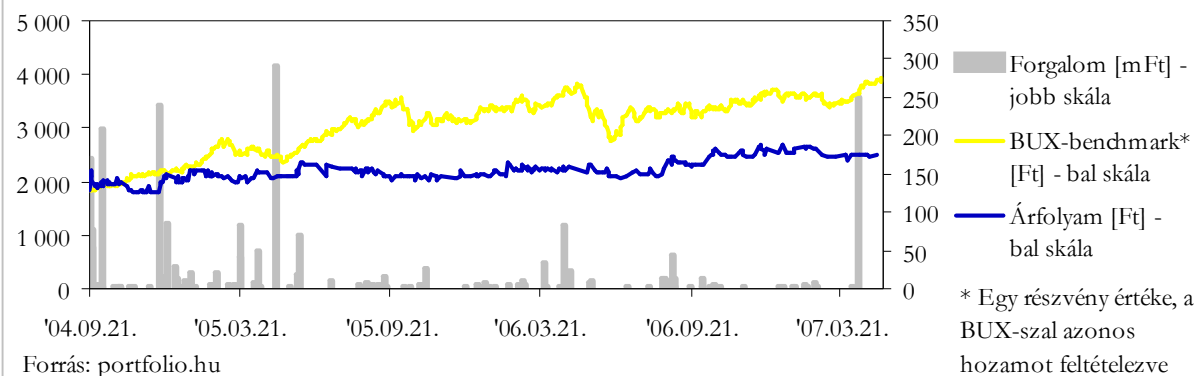
### A részvény fő adatai, 2006.12.31.

- Ticker: FREESOFT
- Bevezetés: 2004.09.22.
- Kategória: B
- Részvénytörzsek: 1 435 e db × 1 000 Ft

### Szervezeti struktúra



### Árfolyam, forgalom



## E. Melléklet – A TvNetWork bemutatása

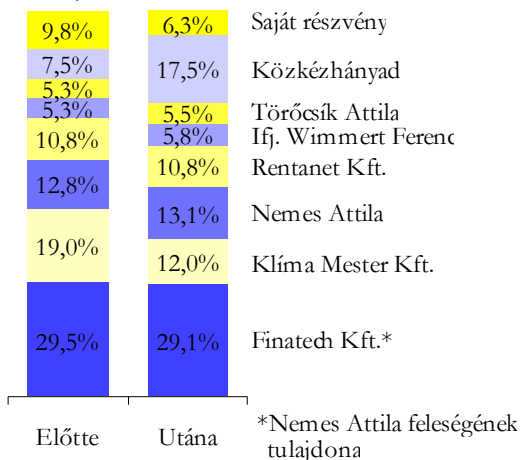


A TvNetWorköt 2000. októberében 30 millió Ft-os alaptőkével hozták létre olcsó telekommunikációs szolgáltatások nyújtására. A társaság gyorsan fejlődött, ma már Budapest mellett öt megyében is elérhető. A növekedés fedezéséhez többszöri alaptőkeemelésre volt szükség. Saját építésű hálózata, a LANNET fogyasztók körében igen kedvelt, azonban ez a technológia csak panellakások esetén gazdaságos. A többi felhasználó számára elsősorban kábeltévén keresztül nyújtanak internet szolgáltatást. A társaság eredetileg csak a hálózatok korszerűsítésében vett részt, de 2002 óta műsorokat is közvetítenek, 2003-ban pedig elindították VoIP szolgáltatásukat. A további növekedés lehetővé tétele érdekében 2006. augusztusában tőzsdére vitték a céget.

### A vállalat fő adatai, 2006.12.31.

- Árbevétel: 2 182 m Ft
- Eredmény: 8 m Ft
- Alkalmazottak: 90 fő
- Eszközök: 3 153 m Ft
- Saját tőke: 1 589 m Ft
- Kapitalizáció: 3 208 m Ft

### Tulajdonosi struktúra

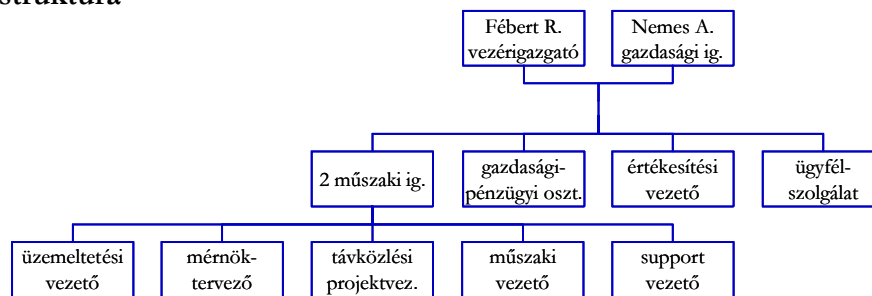


Forrás: Tőzsdei tájékoztató, gyorsjelentés

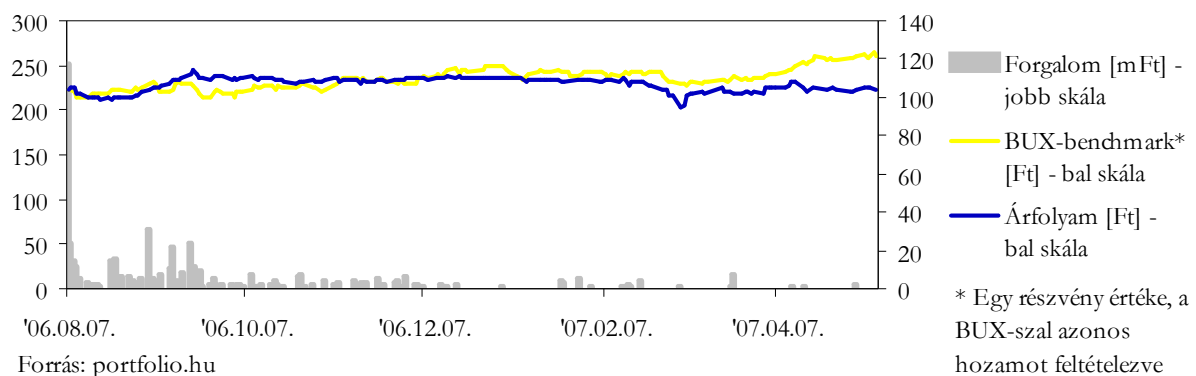
### A részvény fő adatai, 2006.12.31.

- Ticker: TVNETWORK
- Bevezetés: 2006.08.07.
- Kategória: B
- Részvénytársaságok: A törzs 13 536 e db × 100 Ft, B szavazat elsőbbségi 1 700 e db × 100 Ft

### Szervezeti struktúra

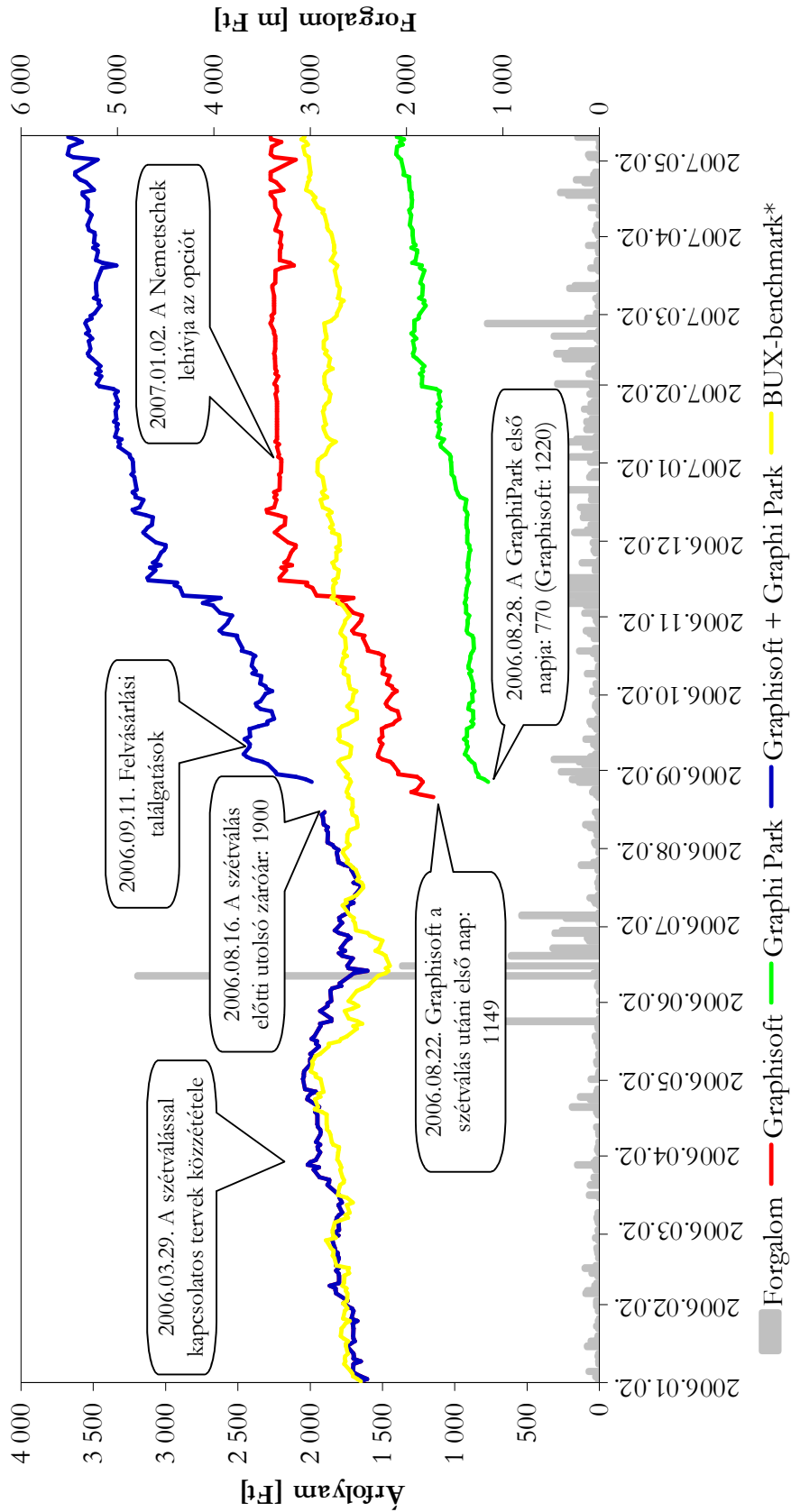


### Árfolyam, forgalom



## F. Melléklet – A Graphisoft és a Graphisoft Park árfolyama

A Graphisoft, a Graphisoft Park árfolyama, és a BUX alapján képzett benchmark



\* Egy darab Graphisoft részvény értéke, ha az értékpapír a BUX-szal azonos hozamot generált volna  
 Forrás: portfolio.hu