

Szabó András – Szűcs Balázs Árpád

IPO-k vállalatfelvásárlási céllal

Helyzetkép Kelet-Közép-Európában

ÖSSZEFOGLALÓ: Az első nyilvános részvénykibocsátás és az akvizíciók egy vállalat életének meghatározó állomásai. A cégek tőzsdére lépésének okával számos kutatás foglalkozott az elmúlt évtizedekben, amelyek eredményeként a vállalat rövid távú akvizíciós stratégiája mint motiváció is azonosításra került. Számos empirikus tanulmány készült ennek igazolására, de javarészt amerikai és nyugat-európai adatok felhasználásával. Jelen cikkben a vállalatfelvásárlások és az első nyilvános részvénykibocsátások kapcsolatát kelet-közép-európai vállalatok körében vizsgáljuk meg. Eredményeink szerint Lengyelországban az újonnan tőzsdére lépő cégek egyértelműen megnövekedett felvásárlási aktivitást mutatnak, míg ez a kapcsolat gyengébben jelentkezik Csehországban, Magyarországon és Szlovéniában. Végül rámutatunk a régiós és más nemzetközi pénzügyi rendszerek és tőzsdék azon jellemzőire, amelyek magyarázatul szolgálhatnak a kapott eredményekre.

KULCSSZAVAK: felvásárlás, első nyilvános részvénykibocsátás, IPO, Kelet-Közép-Európa, M&A, (összeolvadás és felvásárlás, mergers & acquisitions)

JEL-KÓD: G32, G34

A jelen cikkben a tőzsdére lépés (első nyilvános részvénykibocsátás, *initial public offering*, IPO) és a vállalatfelvásárlások témakörét járjuk körbe. Mindkét tevékenység azzal jár, hogy külső eszközök, emberek vagy tőke válik a cég részévé akár úgy, hogy új befektetők kérnek helyet maguknak a cég tulajdonosai között, akár az új eszközök és lehetőségek érkezése révén. Mindkét esemény gyakran nyilvánosságot és széles körű figyelmet kap. Számos fontos kérdés merül fel ezen a témán belül; de bennünket az foglalkoztat leginkább, erős kapcsolat van-e ezek között az események között, pontosabban: vajon azért választják a cégek a tőzsdére lépést, hogy megkönnyítsék későbbi akvizíciós tevékenységüket?

A vállalatfinanszírozással foglalkozó irodalom kedvelt témája a tőzsdére lépés és a felvásárlás, ezeknek az összekapcsolása és egymáshoz való viszonyuk vizsgálata azonban relatíve új keletű. Több empirikus tanulmány is készült a közelmúltban az ok-okozati viszony feltárására, ezen vizsgálatok többsége azonban az amerikai tőzsdékre és vállalatfelvásárlási piacokra, illetve kisebb mértékben a G8-országok nagyobb gazdaságaira vagy Nyugat-Európára támaszkodik. Kevés tanulmány foglalkozott a kelet-közép-európai piacokkal ebben az összefüggésben.

A már rendelkezésre álló irodalom áttekintése után, amely az akvizíciókat, mint a tőzsdére lépés lehetséges okát tárgyalja, célunk annak vizsgálata, hogy a bemutatott elméletek érvényesek-e Kelet-Közép-Európában is.

Levelezési e-cím: balazs.arpad.szucs@uni-corvinus.hu

A következő kérdéseket vesszük górcső alá az empirikus vizsgálat és elemzés során.

1. KÉRDÉS: Az irodalom meggyőző érvekkel támasztja alá, hogy kapcsolat áll fenn a tőzsdére lépés és az ezt követő vállalatfelvásárlások között (rövidebben: vállalatfelvásárlási célú IPO-k) Nyugat-Európában és különösen az USA-ban. Találunk-e ugyanerre bizonyítékot a kelet-közép-európai (KKE-) régióban is?

Fokozódik a KKE-cégek akvizíciós tevékenysége az IPO-t követően a korábbi időszakhoz képest?

Több tőkét fektetnek vállalatfelvásárlásba a KKE-cégek az IPO-t követően a korábbi időszakhoz képest?

A tőzsdére bevezetett cégek nagy része folytat M&A (*mergers & acquisitions*, összeolvadás és felvásárlás) -tevékenységet?

2. KÉRDÉS: Milyen tényezők támogatják a cégek vállalatfelvásárlási céllal való tőzsdére lépését Kelet-Közép-Európában, és mely tényezők dolgoznak ez ellen?

A cikk a következők szerint épül fel. Először a kérdés elméleti háttérét mutatjuk be és kifejjük, miért szerepelhet az akvizíció az IPO motívációi között. Ezt követi az elemzéshez használt adatok és módszerek bemutatása. A következő fejezetben a tőzsdére bevezetett vállalatok akvizíciós tevékenységének intenzitására vonatkozó eredményeket ismertetjük az adatok alapján a vizsgált régióban. Majd azt vizsgáljuk, milyen konkrét tényezők határozzák meg a kelet-közép-európai cégek azon döntését, hogy akvizíciós céllal tőzsdére lépjenek. Az utolsó fejezet összefoglalja eredményeinket.

ELMÉLETI HÁTTÉR

Ebben a fejezetben a meglévő nemzetközi irodalmat tekintjük át, amely az akvizíció mint a tőzsdére lépés okát tárgyalja. Az IPO háromféleképpen is megkönnyítheti a cég akvizíciós tevékenységét. Először is, az IPO

szabadon felhasználható tőkét biztosít a cég részére. Másodsor, az IPO-n keresztül a cég a részvényeit forgalomképes fizetőeszközzé (*acquisition currency*) alakítja át, amely hatékonyan használható későbbi összeolvadások során. Harmadsor, az IPO feloldja a vállalat értéke körüli bizonytalanságot, aminek szintén több előnye lehet.

A pénzbeáramlás-elmélet

Az IPO megkönnyítheti a cég fúziós és felvásárlási tevékenységét, amennyiben a részvények befektetők részére való értékesítése pénzbeáramlást jelent a cég számára. Emellett a tőkepiacokhoz és hitelekhez való könnyebb hozzáférést is eredményez, mivel egy tőzsdére bevezetett vállalat jobb kötvénykibocsátási lehetőségekkel rendelkezik, valamint a bankokkal szemben is jobb alkupozícióra tesz szert. A könnyebb hozzáférés azt is jelenti, hogy újabb részvénycsomagok piacra dobásával (*secondary equity offering, SEO*) a társaság már tőzsdei céggént további pénzeket is képes lehet bevonni. Megjegyzendő azonban, hogy nem minden IPO-nál kerül új részvénycsomag kibocsátásra, vagyis nem minden tőzsdei bevezetés jelent egyúttal tőkeinjekciót a cég számára.

Celikyurt et al. (2010) 1300 cég tőzsdére lépését elemzik részletesen húszéves időtávon az Egyesült Államokban. A cikk szerint az IPO kétféleképpen is megkönnyíti az M&A-tevékenységet: egyrészt tőkebeáramlást jelent, másrészt folyamatos hozzáférést biztosít a tőkepiacokhoz. Az elemzés rámutat, hogy a tőzsdére lépés során a mediánál magasabb pénzbeáramlást realizáló cégek piaci értékük 48 százalékát költik akvizícióra a tőzsdei bevezetést követő első öt év során, míg az alacsonyabb IPO-bevételt realizáló cégek csak piaci értékük 11 százalékának megfelelő összeget fektetnek felvásárlásokba. Továbbá a készpén-

zes finanszírozású akvizíciók volumene erős pozitív korrelációt mutat az IPO-t követően felvett kölcsönállománnyal, vagyis a tőzsdére lépés javítja a cég hitelfelvevő képességét.

Hovakimian és Hutton (2010) amerikai cégek széles körében vizsgálta, hogy a tőzsdéi bevezetés, az IPO és a vállalatok sajátosságai illetve a vállalatfelvásárlások milyen kapcsolatban állnak egymással. Több más tanulmánnyal ellentétben ők a bevezetést követő három évben követték az M&A-tevékenységet. A szerzők megerősítik, hogy az újonnan tőzsdére lépő cégek inkább felvásárlóként, semmint az akvizíció célpontjaként lépnek fel a vállalatirányítási piacon. Érvelésük szerint az IPO-t közvetlenül követő összeolvadások nagyobb valószínűséggel készpénzes finanszírozásúak, és amennyiben a tőzsdére lépés több bevételt eredményez, ez jelentősen növeli ezt követő akvizíció valószínűségét. *Hovakimian és Hutton* (2010) megállapítása szerint egy cég minél könnyebben adja el a kötvényeit (vagy részvényeit) a tőzsdéi bevezetést követően, annál nagyobb a valószínűsége egy készpénzes (vagy részvénycserés) felvásárlásnak, ami szintén alátámasztja apénzbeáramlás-elméletet.

Bessler és Zimmermann (2012) 2679 IPO-t vizsgált Európában az 1996–2010 közötti időszakban. Ők arról számolnak be, hogy a vizsgált cégek 22 százaléka hajtott végre felvásárlást a cég tőzsdéi bevezetését követő első öt évben, és ezek a vállalatok átlagosan a bevezetést megelőző piaci értékük 65 százalékát fordították akvizícióra. A mintában szereplő összes céget tekintve azonban (vagyis nemcsak azokat, akik öt éven belül felvásárlást hajtottak végre), egy átlagos nyugat-európai cég a bevezetést megelőző piaci értékének 16,23 százalékát költi akvizícióra, ezzel szemben 44 százalékát fordítja beruházásokra, és 13,25 százalékát kutatás-fejlesztésre (organikus növekedés). Eszerint egy átlagos nyugat-európai cég számára a tőkeberuházás a növekedés legfőbb eszköze.

Az akvizíciós fizetőeszköz elmélet

Az ajánlattevő cég túlértékelttsége jelentős hatással lehet M&A tevékenységére. Amennyiben egy adott időpontban az ajánlattevő részvényárfolyama túlértékelt, hatékonyan használhatja részvényeit fizetőeszközként az akvizíció finanszírozására. Továbbá a túlértékelt részvények lehetővé tehetik, hogy a cég nagyobb és/vagy más minőségű cégeket is megcélozzon, ami nem jöhetne szóba zártkörű vagy alulértékelt vállalatok esetében. A túlértékelés az IPO-k motorja is lehet: optimista befektetői hangulat és gyors piaci növekedés idején több cég lép tőzsdére, és ezt követően akvizíciót is többen hajtanak végre, mint máskor. Amint arról *Schultz és Zaman* (2001) beszámol, az 1990-es évek második felében, az internet felfutása idején az internetes cégek nyakra-főre tőzsdére léptek, hogy más internetes cégek felvásárlásával is növeljék a piaci részesedésüket. *Shleifer és Vishny* (2003) szerint a túlértékelt részvényű cégek felvásárlásokat tudnak eszközölni, tovább élnek és növekednek, míg az alulértékelt cégek könnyen felvásárlási célponttá válhatnak. Tanulmányában *Friedman* (2006) arra a következtetésre jut, hogy a vállalatok túlértékelttsége jelentősebb szerepet játszik a részvénycserével finanszírozott tranzakciók, mint a készpénzzel kiegyenlített tranzakciók esetében. *Brau és Fawcett* (2006) kérdőíves felmérést végeztek 336 amerikai CFO körében és arra a következtetésre jutottak, hogy az Egyesült Államokban a zártkörű társaságok tőzsdére lépésének egyik legfőbb motivációja a tőzsdére bevezetett részvények jövőbeli akvizíciókra való felhasználása.

Celikyurt et al. (2010) megállapítják, hogy az IPO alulárzása a tőzsdére lépést követő első két évben pozitív hatással van a részvényen finanszírozott akvizíciókra. Továbbá empirikus bizonyítékot találtak arra, hogy hosszú távon a részvény túlértékelttsége hat pozitívan a részvénycserés felvásárlási tevékenységre.

Hovakimian és Hutton (2010) szerint a részvény hozama erős pozitív kapcsolatot mutat az IPO-t követően végzett összeolvadási tevékenységgel, különösen részvénnel finanszírozott akvizíciók esetében. A kedvező piaci értékelés általában növeli a részvénnel történő fizetés arányát az akvizíciók finanszírozása során. Azt is megállapítják, hogy az IPO alulárázása negatív korrelációt mutat a készpénzes összeolvadásokkal és pozitív korrelációt a vegyes, illetve részvénnel finanszírozott összeolvadásokkal. Hovakimian és Hutton (2010) a következőre is találtak bizonyítékot: nagyobb a céltársaság hajlandósága arra, hogy részvényeket fogadjon el fizetőeszközként, ha a vevő részvényeinek kedvező a likviditása, illetve ez a hajlandóság fordított arányban nő a vevővel kapcsolatos információs aszimmetria mértékével. Ezen felül zártkörű céltársaság szívesebben fogad el készpénzes fizetést, míg a tőzsdére bevezetettek nagyobb valószínűséggel fogadnak el részvényt fizetségül.

Bessler és Zimmermann (2012) arra a következtetésre jutottak, hogy a (nyugat-) európai cégek jobban bíznak a külső növekedésben – különösen a részvénnel finanszírozott akvizíciókban – olyan ágazatok esetében, ahol intenzív akvizíciós tevékenység folyik és erős növekedés figyelhető meg, míg az olyan ágazatokban, ahol kevésbé jellemző az akvizíciós tevékenység, az organikus növekedés nagyobb szerepet játszik. Bebizonyították, hogy Európában, akár csak az Egyesült Államokban, az IPO alulárázása (ami a cég részvényeinek a túlértékelését valószínűsíti) pozitívan hat a részvénnel finanszírozott akvizíciókra.

Gajewski és Gresse (2006) az IPO-k alulárázását vizsgálták számos európai tőzsdén, és jelentős különbségeket állapítottak meg az egyes országok között. Az alulárázás átlagos mértéke magasabb Európában az Egyesült Államokhoz képest. Az alulárázás Lengyelországban az 1990-es években 21,78–28,83 százalékos volt (Gajewski és Gresse, 2006). Ezzel összehason-

lítva az alulárázás átlagos mértéke az USA-ban 1980–2001 között 18,8 százalék (Ritter és Welch, 2002) volt, amennyiben azonban figyelmen kívül hagyjuk az 1999–2000 éveket, ez a szám mindössze 10 százalék körüli. A fokozottabb alulárázás élenkítheti a részvénnel finanszírozott akvizíciókat a régióban.

Az értékelési bizonytalanság elmélet

A vállalatfelvásárlási célú IPO harmadik lehetséges motivációja az értékelési bizonytalanság, amit a piaci visszajelzés elméletének is szoktak nevezni. A tőzsdére lépéssel a zártkörű cég – a készpénzbevonás és az akvizíciós fizetőeszköz megteremtése mellett – piaci értékéről is visszajelzést kap. A tényleges piaci érték ismeretében a vezetőség jobban fel tudja mérni az M&A-tranzakciók potenciális előnyeit, így racionálisabb akvizíciós stratégiát folytathat, valamint a céltársaságok szélesebb körét szerkezheti meg.

Hsieh *et al.* (2011) reálopciók modelljét dolgozták ki egy racionális befektetővel és hatékony piacokkal rendelkező, információs aszimmetriák nélküli neoklasszikus világra. A modelljük azon alapul, hogy egy zártkörű részvénytársaság, amely nem ismeri pontosan a saját értékét, nem tud optimális átstrukturálási döntést hozni. Ez a bizonytalanság szuboptimális M&A-stratégiát eredményez, és csökkenti a cég értékét. Az IPO elosztatja az értékelési bizonytalanságot, így a cég hatékony akvizíciós stratégiát folytathat, és optimális átstrukturálás hajthat végre. Hsieh *et al.* (2011) azt is megállapították: annak a valószínűsége, hogy az IPO-t követően öt éven belül összeolvadást valósít meg a cég, nő a tőzsdéi bevezetést követő pozitív értékelési meglepetés arányában, nő az IPO költségeinek arányában, valamint csökken a tőzsdéi bevezetést megelőző értékelési bizonytalanság arányában. Továbbá az IPO és az azt követő összeolvadás között

eltelt idő csökken a tőzsdei bevezetést követő pozitív értékelési meglepetés arányában, csökken az IPO költségeinek arányában, valamint nő a tőzsdei bevezetést megelőző értékelési bizonytalanság arányában. Megjegyzendő azonban, hogy ebben a modellben csak az értékelési meglepetés és az értékelési bizonytalanság statisztikailag szignifikáns változók.

AZ ELEMZÉSHEZ HASZNÁLT MÓDSZEREK ÉS ADATOK

Hovakimian és Hutton (2010) nyomán, valamint tekintve a rendelkezésre álló adatok időintervallumát, úgy döntöttünk, hogy a tőzsdére lépő cégek akvizíciós tevékenységét három évig követjük, valamint Celikyurt et al. (2010) módszerével a tőzsdei bevezetés előtt és után is megvizsgáljuk ezt a tevékenységet az összehasonlítás kedvéért. Például amennyiben egy cég tőzsdei bevezetésére 2008. február 15-én került sor, ennek a cégnek az M&A-tevékenységét a 2005. február 15. és 2011. február 15. közötti időszakban vizs-

gáljuk. A kutatásunk kilenc évnyi akvizíciós tevékenység vizsgálatát öleli fel, 2004. január 1-jétől kezdődően 2012. december 31-ig. Következésképpen három teljes évnyi IPO-tevékenységet követhetünk nyomon. Az adathalmaz időszerkezetét az 1. ábra mutatja.

Az akvizíciók listáját (számokat és értékeket) az Emerging Markets Information Service (EMIS) DealWatch adatbázisából vettük át. A tranzakciókat a vevő cég székhelye szerinti országok alapján szűrtük. A vizsgált intervallumra vonatkozó döntést a rendelkezésre álló M&A-adatok határozták meg. M&A-adatok az 1999/2000 évtől kezdődően egészen a leltetés idejéig (2013) állnak rendelkezésre az adatbázisban, 2004-et megelőzően azonban jelentősen kevesebb tranzakciót rögzítettek a 2004–2013 közötti évekkel összehasonlítva. Tehát egy, körülbelül kilencéves időszakról mondható csak el, hogy megbízhatóan sok M&A-tranzakcióról rendelkezünk adatokkal.

Az akvizíciós lista különböző típusú M&A-tevékenységeket tartalmaz. A cikkben csak azokat az akvizíciókat vettük figyelembe, ahol a vevő cég a céltársaság részvényeinek legalább 45 százalék-

1. ábra

AZ ADATHALMAZ IDŐSZERKEZETE (HOL VAN?)

2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Nem vizsgált IPO-k			Vizsgált IPO-k			Nem vizsgált IPO-k		
A tőzsdére lépő cégek által végrehajtott vizsgált összeolvadások és vállalatfelvásárlások								

Forrás: saját szerkesztés

kát megszerezte. Mivel a DealWatch adatbázis nagyobb ingatlan- és földterületvásárlásokat is tartalmaz, csak üzleti vállalkozások akvizícióját vettük tekintetbe. A tranzakciók méretét illetően nem határoztunk meg minimális összeget, azonban bizonyos számú tranzakció esetében az ügylet értéke nyilvánosan nem elérhető. Az ilyen esetekben Celikyurt et al. (2010) módszerét követve nulla helyettesítő értéket alkalmaztunk. Ez információvesztést eredményez, valamint a cégek IPO-t követő akvizíciós tevékenységének potenciálisan jelentős alulbecslését okozza.

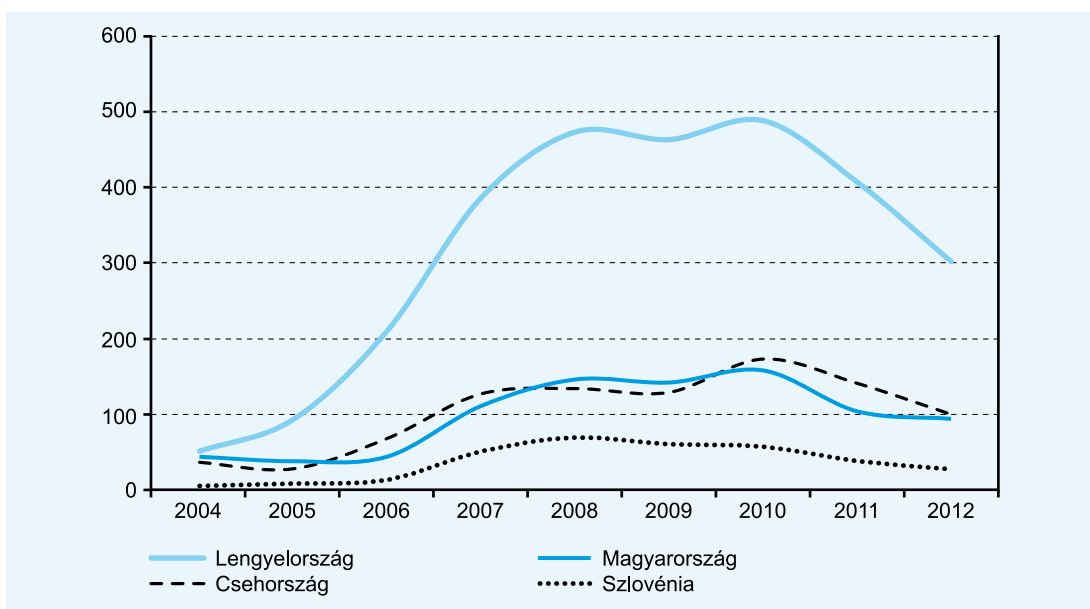
Az akvizíciós tevékenységek (a kritériumoknak megfelelő tranzakciók) számát és értékét manuálisan gyűjtöttük össze, jelezve az egyes cégek esetében az M&A-tranzakciók számát és értékét az IPO dátumát megelőző, illetve azt követő egy, kettő és három évben. Az IPO-adatokat (a tőzsdére lépés dátumát és a cégneveket) nyilvánosan elérhető információkból és az egyes országok értéktőzsdéinek hivatalos honlapjairól vettük. A tőzsdére lépő cégek kö-

zül a minta négy ország vállalatait tartalmazza, ezek az országok: a Cseh Köztársaság, Magyarország, Lengyelország és Szlovénia. A mintában szereplő négy országban 152 IPO történt a 2007–2009 közötti években. Lengyelországban 129, Magyarországon ez a szám 11, míg Szlovéniában 7, a Cseh Köztársaságban pedig 5 IPO-ra került sor.

Összesen 5018 összeolvadást és felvásárlást rögzítettek a DealWatch adatbázisban 2004–2012 között a négy országban. A tranzakciók több mint felére (2873) Lengyelországban került sor. A tranzakciók országok szerinti éves megoszlását a 2. ábra mutatja. Figyelemre méltó, hogy az összeolvadások és felvásárlások száma 2008-ig növekszik valamennyi kiválasztott országban, majd 2010-ig stagnál, azt követően pedig folyamatosan csökken 2012-ig, az adathalmaz végéig. Tekintetbe kell venni, hogy Kelet-Közép-Európa gazdasága a 2008-as év közepe óta csökkenést mutat, ami azt jelenti, hogy a vizsgált időszak két szakaszra tagolódik: a válság előtti és a válság utáni időszakra. Mivel

2. ábra

M&A-TEVÉKENYSÉGEK SZÁMA ÉVES BONTÁSBAN



Forrás: EMIS DealWatch adatbázis, saját szerkesztés

a 2007. január 1 és 2009. december 31 közötti időszakban történt IPO-kat vizsgáljuk, válság előtti és utáni kibocsátások, valamint válság előtti és utáni összeolvadások (2004–2012) egyaránt szerepelnek a vizsgálatban.

Szembetűnő, hogy a vizsgálatban szereplő többi országgal összehasonlítva Lengyelország nagyobb piac az IPO-k számát és az M&A-tevékenységeket tekintve. Ez azt jelenti, hogy a négy ország eredményeinek összevonása esetén fontos információk vesznének el a három másik kisebb országra vonatkozóan. Ezért a négy országot két csoportra osztottuk az eredmények bemutatásakor: az egyik csoportot Lengyelország alkotja egyedül, a másikat pedig a Cseh Köztársaság, Magyarország és Szlovénia együtt.

Két tőzsdére lépő lengyel céget – a Petrolinvest SA-t és a Cyfrowy Polstat SA-t – kivettünk a mintából az akvizícióik rendkívül magas értéke miatt. Ezt követően 127 tőzsdére lépő lengyel cég maradt a mintában. Két cseh céget, az ECM Real Estate Investments AG-t és a Pegas Nonwovens SA-t ezzel szemben bevettünk a mintába annak ellenére, hogy tőzsdei bevezetésük 2006. december 7-én, illetve 2006. december 18-án történt.

A TŐZSDÉRE BEVEZETETT CÉGEK AKVIZÍCIÓS TEVÉKENYSÉGÉNEK INTENZITÁSA KELET-KÖZÉP-EURÓPÁBAN

Ez a fejezet (1. kérdés) azt vizsgálja, hogy a cégek akvizíciós tevékenységének intenzitása növekszik-e a tőzsdei bevezetést követően a kiválasztott országokban. A kérdést három különböző mutató mentén vizsgáljuk. Az IPO előtt, illetve után végrehajtott akvizíciók számát elemezzük, majd azt vizsgáljuk, mennyi pénzt fordított a cég vállalatfelvásárlásra az IPO előtti, illetve utáni időszakban. Végül azzal foglalkozunk, hogy a tőzsdére bevezetett cégek hány százaléka folytat M&A-tevékenységet.

Fokozódik a KKE-cégek akvizíciós tevékenysége az IPO-t követően a korábbi időszakhoz képest?

Amint az 1. táblázatban láthatjuk, a tőzsdére bevezetett lengyel cégek 103 vállalatfelvásárlást hajtottak végre a tőzsdére lépést követő első három évben, ezzel szemben az azt megelőző három évben 17 akvizíciót végeztek, ami 505,9 százalékos növekedést jelent. Az IPO-t

1. táblázat

VÁLLALATFELVÁSÁRLÁSOK KUMULÁLT SZÁMA A TŐZSDÉRE LÉPÉS ELŐTT ÉS UTÁN LENGYELORSZÁGBAN

Vizsgált időszak	Tranzakciók száma	Egy IPO-ra jutó tranzakciók átlagos száma
IPO-t megelőző 3 év	17	0,13
IPO-t megelőző 2 év	16	0,13
IPO-t megelőző 1 év	9	0,07
IPO		
IPO-t követő 1 év	47	0,37
IPO-t követő 2 év	66	0,52
IPO-t követő 3 év	103	0,81
Cégek (IPO-k) száma összesen	127	

Forrás: saját szerkesztés

követő első év fontos időszak, ezt jelzi, hogy a tőzsdére lépést követő összesen 103 tranzakció közül 47-re (45,6 százalék) ebben az intervallumban került sor. Megjegyzendő továbbá, hogy egy IPO-ra átlagosan 0,81 akvizíció jut Lengyelországban, a tőzsdére lépést követő három évben végrehajtott ügyleteket tekintve.

Hasonló összehasonlítást végeztünk a Cseh Köztársaság, Magyarország és Szlovénia (CZ–HU–SI) viszonylatában, amiből kitűnt, hogy e három országban a cégek összesen 13 felvásárlást hajtottak végre a tőzsdéi bevezetést követő három évben, amint az a 2. táblázatban látható. Ezt az IPO előtti három évben folytatott 7 tranzakcióval összehasonlítva 85,7 százalékos növekedést láthatunk. Bár ez jelentős szám, messze elmarad a Lengyelországban látható növekedés mögött. A tőzsdére lépést követő időszakban átlagosan 0,57 tranzakció jut egy IPO-ra, amely szintén alacsonyabb érték, mint Lengyelországban, ami a tőzsdére lépést megelőző időszakra nem jellemző. Egy másik különbség, hogy az akvizíciós tevékenység nem csökken a második évben az első éves csúcs után a CZ–HU–SI csoportban, sőt nő valamelyest.

Az első mutatóra (tranzakciók száma) kapott eredmények alapján kijelenthetjük, hogy

a tőzsdére lépést az akvizíciós tevékenység látható növekedése követi mindkét kiválasztott al régióban, bár ez a hatás sokkal erősebbnek tűnik Lengyelországban. Megjegyzendő azonban, hogy az IPO-t követő akvizíciók számossága általában alacsony a három kisebb országban, ezért a kis számú cég által végrehajtott akvizíciók észrevehetően kihathatnak az egész régiót érintő trendekre.

Több tőkét fektetnek vállalatfelvásárlásba a KKE-cégek az IPO-t követően a korábbi időszakhoz képest?

Amint azt a 3. táblázat mutatja, a tőzsdére lépést követően a cégek összesen 1184,86 millió eurót költöttek vállalatfelvásárlásra Lengyelországban (csak azokat a tranzakciókat tekintve, ahol az ügylet értékéről rendelkezésre állnak adatok és a Petrolinvest SA- és a Cyfrowy Polstat SA-cégek figyelmen kívül hagyásával); ez 309,5 százalékos növekedést jelent az IPO-t megelőző időszakban költött 289,34 millió euróhoz képest, ami meglehetősen markáns különbség. Ez mégis elmarad az akvizíciók számában meghatározott, az előző pontban

2. táblázat

VÁLLALATFELVÁSÁRLÁSOK KUMULÁLT SZÁMA A TŐZSDÉRE LÉPÉS ELŐTT ÉS UTÁN A CSEH KÖZTÁRSASÁGBAN, MAGYARORSZÁGON ÉS SZLOVÉNIÁBAN

Vizsgált időszak	Tranzakciók száma	Egy IPO-ra jutó tranzakciók átlagos száma
IPO-t megelőző 3 év	7	0,30
IPO-t megelőző 2 év	6	0,26
IPO-t megelőző 1 év	2	0,09
IPO		
IPO-t követő 1 év	5	0,22
IPO-t követő 2 év	11	0,48
IPO-t követő 3 év	13	0,57
Cégek (IPO-k) száma összesen	23	

Forrás: saját szerkesztés

VÁLLALATFELVÁSÁRLÁSOK KUMULÁLT ÉRTÉKE A TŐZSDÉRE LÉPÉS ELŐTT ÉS UTÁN LENGYELORSZÁGBAN

Vizsgált időszak	Tranzakciók értéke (millió euró)	Egy IPO-ra jutó tranzakciók átlagos értéke (millió euró)	Tranzakciók átlagos mérete (millió euró)
IPO-t megelőző 3 év	289,34	2,28	17,02
IPO-t megelőző 2 év	225,86	1,78	14,12
IPO-t megelőző 1 év	172,72	1,36	19,19
IPO			
IPO-t követő 1 év	538,91	4,24	11,47
IPO-t követő 2 év	633,58	4,99	9,60
IPO-t követő 3 év	1 184,86	9,33	11,50
Cégek (IPO-k) száma összesen	127		

Forrás: saját szerkesztés

ismertetett hasonló értéktől (505,9 százalék). Ennek az az oka, hogy a tőzsdére lépést követően csökkent a tranzakciók átlagos mérete (17,02-ről 11,50 millió euróra). Ne felejtjük azonban el, hogy néhány érték hiányzik az adatsorból (ezeket nullával helyettesítettük), ami torzítja a számításokat. A tőzsdei bevezetést követő első három évben vállalatfelvásárlásra fordított összegeket megvizsgálva ismét szembetűnő, hogy az első év a legfontosabb, mivel a pénz 45,5 százaléka ekkor került elköltésre. Ez gyakorlatilag megegyezik a tranzakciószám alapján kapott hasonló arányszámmal. Az egy IPO-ra jutó átlagos tranzakcióérték meghaladja a 9 millió eurót a tőzsdére lépést követő három évben.

A 4. táblázat alapján elmondhatjuk, hogy a tőzsdei bevezetést követően a tranzakciók értéke csaknem 100 százalékkal növekedett a CZ–HU–SI régióban, elérve a 159,23 millió eurót. Ez a növekedés meghaladja a tranzakciószám alapján kapott hasonló számot (85,7 százalék, lásd az előző pontban), ami azt jelenti, hogy Lengyelországgal szemben ebben a régióban a tranzakciók átlagos értéke kismértékben növekedett (11,38 millió euróról 12,25 millióra).

Az IPO-t követően egy IPO-ra jutó átlagos tranzakcióérték azonban még mindig elmarad a Lengyelországban számított értéktől, 6,92 millió eurót tesz ki.

Az értékeket tekintve az első év messze a legerősebb ezekben az országokban (ami a tranzakciószám alapján nem volt ennyire nyilvánvaló). A második és harmadik évben a vállalatfelvásárlásra fordított összeg visszaesik a tőzsdei bevezetést megelőző szintre. Mindazonáltal az is megfigyelhető, hogy az első évben a CZ–HU–SI régióban tapasztalt értéknövekedést erősen meghatározza a Cseh Köztársaságban az ECM Real Estate Investments által végrehajtott 119 millió euró értékű tranzakció (a tőzsdére lépést követő első évben a cég nagy bevásárlóközpontot vett Kínában). Ha ezt a tranzakciót figyelmen kívül hagyjuk, az akvizíciós érték trendje ellaposodik ebben az alrégióban, ami nem támasztja alá a várt eredményt, nevezetesen hogy a cégek több pénzt fordítanak akvizícióra a tőzsdére lépést követően.

A második mutatónk (tranzakciók értéke) alapján első ránézésre hasonló következtetést vonhatunk le, mint az előző pontban, nevezetesen

VÁLLALATFELVÁSÁRLÁSOK KUMULÁLT ÉRTÉKE A TŐZSDÉRE LÉPÉS ELŐTT ÉS UTÁN A CSEH KÖZTÁRSASÁGBAN, MAGYARORSZÁGON ÉS SZLOVÉNIÁBAN

Vizsgált időszak	Tranzakciók értéke (millió euró)	Egy IPO-ra jutó tranzakciók átlagos értéke (millió euró)	Tranzakciók átlagos mérete (millió euró)
IPO-t megelőző 3 év	79,67	3,46	11,38
IPO-t megelőző 2 év	62,62	2,72	10,44
IPO-t megelőző 1 év	15,00	0,65	7,50
IPO			
IPO-t követő 1 év	132,67	5,77	26,53
IPO-t követő 2 év	149,23	6,49	13,57
IPO-t követő 3 év	159,23	6,92	12,25
Cégek (IPO-k) száma összesen	23		

Forrás: saját szerkesztés

tesen hogy az akvizíciós tevékenység jelentősen növekszik a tőzsdei bevezetést követően, és ez a hatás markánsabban jelentkezik Lengyelországban, mint a másik három országban. Amennyiben azonban a CZ–HU–SI mintából eltávolítunk egy, az IPO-t követő első évben végrehajtott kiugróan magas, 119 millió euró értékű akvizíciót, a következtetés érvényét veszti erre a három országra vonatkozóan, mivel a tőzsdére lépést követő értékek elmaradnak az azt megelőző értékektől (79,67 millió euró IPO előtt összevetve a 40,23 millió euróval IPO után).

A tőzsdére bevezetett cégek nagy része folytat M&A-tevékenységet?

Meggyőzőbb volna a vállalatfelvásárlási célú IPO-król szóló hipotézisünk, ha megállapíthatnánk, hogy nemcsak több ügylet történik nagyobb értékben, hanem több cég is folytat M&A-tevékenységet a tőzsdére lépését követően. Az 5. táblázat azt mutatja, hogy ez igaz Lengyelországra, ahol a legalább egy akvizíciót végrehajtó cégek száma 284,6 százalékkal, 13-

ról 50-re nőtt, az előzőekhez hasonlóan három éves időszakot tekintve. A tőzsdére lépést követő első év fontos szerepet játszik, a cégek 56 százaléka (50-ből 28 cég) hajtott végre egy éven belül akvizíciót. A tőzsdére lépést követő hároméves intervallumban az összes cég 39,4 százaléka hajtott végre vállalatfelvásárlást.

5. táblázat beillesztése ide

Az eredmények hasonlóak a CZ–HU–SI régió kisebb mintájához, amint azt a 6. táblázat mutatja. A cégek számának a növekedése (3-ról 9-re) pontosan 200 százalék. Ez a kilenc cég az összes újonnan tőzsdére lépő cég 39,1 százalékát teszi ki, amely szám nagyon közel van a Lengyelország esetében látott arányhoz. A felvásárló cégek többsége (55,5 százalék) az első évben hajtott végre akvizíciót, kevesebben várták meg a második vagy harmadik évet.

6. táblázat beillesztése ide

Harmadik mutatónk (a tőzsdére lépés előtt, illetve az után akvizíciót végrehajtó cégek száma) alapján megállapíthatjuk, hogy az eredmény hasonló mindkét alrégióban: az újonnan tőzsdére lépő cégek több mint 39 százaléka az IPO-t követő három éven belül vevőként lépett az M&A-piacra.

5. táblázat

VÁLLALATFELVÁSÁRLÁST VÉGREHAJTÓ CÉGEK KUMULÁLT SZÁMA A TŐZSDÉRE LÉPÉS ELŐTT ÉS UTÁN LENGYELORSZÁGBAN

Vizsgált időszak	Cégek száma	Az összes tőzsdére lépő cég százalékában, %
IPO-t megelőző 3 év	13	10,2
IPO-t megelőző 2 év	12	9,4
IPO-t megelőző 1 év	9	7,1
IPO		
IPO-t követő 1 év	28	22,0
IPO-t követő 2 év	35	27,6
IPO-t követő 3 év	50	39,4
Cégek (IPO-k) száma összesen	127	

Forrás: saját szerkesztés

6. táblázat

VÁLLALATFELVÁSÁRLÁST VÉGREHAJTÓ CÉGEK KUMULÁLT SZÁMA A TŐZSDÉRE LÉPÉS ELŐTT ÉS UTÁN A CSEH KÖZTÁRSASÁGBAN, MAGYARORSZÁGON ÉS SZLOVÉNIÁBAN

Vizsgált időszak	Cégek száma	Az összes tőzsdére lépő cég százalékában, %
IPO-t megelőző 3 év	3	13,0
IPO-t megelőző 2 év	3	13,0
IPO-t megelőző 1 év	2	8,7
IPO		
IPO-t követő 1 év	5	21,7
IPO-t követő 2 év	8	34,8
IPO-t követő 3 év	9	39,1
Cégek (IPO-k) száma összesen	23	

Forrás: saját szerkesztés

Celikyurt et al. (2010) eredményeivel összehasonlítva – akik megállapítják, hogy az Egyesült Államokban a tőzsdére újonnan bevezetett cégek 31 százaléka legalább egy akvizíciót végrehajt a tőzsdére lépés évében – ennek kevesebb bizonyítékát találtuk Kelet-Közép-Európában: a régióbeli cégek 22 százaléka, illetve 21,7 százaléka hajtott végre akvizíciót az IPO-t követő egy éven belül.

Hároméves időtávon még gyengébb a hatás: míg az amerikai cégek 65,1 százaléka lép fel vásárlóként, Kelet-Közép-Európában csak a cégek 39,3 százaléka hajt végre akvizíciót a tőzsdére lépést követő három éven belül. Meg kell jegyeznünk azonban, hogy Celikyurt et al. (2010) elemzése csak a 100 millió dollár feletti IPO-kat veszi tekintetbe (2004-es értéken), míg a jelen tanulmány során mérettől függetle-

nül minden IPO-t figyelembe vettünk. Bessler és Zimmermann (2012) szerint kisebb értékű első nyilvános részvénykibocsátások esetén az akvizíciós tevékenység is mérsékeltebb.

További érdekes tényező az európai kontextus. Bessler és Zimmermann (2012) kutatásai szerint a tőzsdére lépő európai cégek 22 százaléka hajt végre legalább egy akvizíciót a tőzsdére lépést követő első öt évben. Ezzel összehasonlítva jelentősen magasabb a kelet-közép-európai arány (39,4 százalék Lengyelországban, 39,1 százalék a többi három országban, és csak az első három – nem öt – évet tekintve), ami azt jelenti, hogy itt erősebb lehet az IPO-akvizíció kapcsolat.

A CÉGEK VÁLLALATFELVÁSÁRLÁSI CÉLÚ TŐZSDÉRE LÉPÉSÉT BEFOLYÁSOLÓ TÉNYEZŐK KELET-KÖZÉP-EURÓPÁBAN

Hogy megérthessük, milyen kapcsolat áll fenn a részvénypiacok és a vállalatfelvásárlási piac között Kelet-Közép-Európában, elemeznünk kell a regionális pénzügyi és tőkepiacokat, valamint ismernünk kell a vállalatirányítás jellemzőit. Hét különböző tényezőt azonosítottunk, amelyek hatással vannak a vállalatfelvásárlási célú tőzsdei bevezetésre a régióban. A pénzügyi rendszer, a piac mérete, szabályozási terhek, a részvénypiac és az IPO sajátosságai hátrányos hatással vannak a vizsgált témára, míg a párhuzamos tőzsdei bevezetési lehetőségek és a regionális cégek tőkeszerkezete erősítő tényezők.

A PÉNZÜGYI RENDSZER A fő oka annak, hogy nem alkalmazhatók maradéktalanul az amerikai piacokon érvényes megállapítások Kelet-Közép-Európára az, hogy kontinentális Európában másfajta pénzügyi rendszer alakult ki. Ez a tényező gyengíti a cégek abbéli szándékát, hogy vállalatfelvásárlási céllal lépjenek tőzsdére a KKE-régióban. Míg az Egyesült Államokban a tőkepiacok meghatározó szerepet játszanak a vállalatfinanszírozásban, a konti-

mentális Európában fontosabb a bankok szerepe. *Iorgova és Ong* (2008) arról számolnak be, hogy a külföldi bankok korai belépésének is köszönhető – az állami bankok privatizációja mellett –, hogy a legtöbb kelet-közép-európai országban vezető szerep jutott a bankszektornak a nagyvállalati szektor finanszírozásában. A kelet-közép-európai országok kevésbé fejlett tőkepiaccal rendelkeznek az angolszász országokhoz képest, de Nyugat-Európaéhoz képest is. Így kevesebb cég jut el a tőzsdére, ahol forrásokat gyűjthetne későbbi akvizícióihoz.

Figyelemreméltó, hogy a régió országai aktívan fejlesztették helyi tőkepiacukat az elmúlt években. A régió legtöbb országának európai uniós csatlakozása 2004-ben növelte a helyi részvény- és kötvénypiacok iránti külföldi érdeklődést. Ezzel együtt a részvény- és tőkepiacok likviditása alacsony maradt a régióban a fejlettebb tőkepiacokéhoz képest.

A PIAC MÉRETE A piac kis mérete egy másik fontos aspektus, amely negatívan hat a vállalatfelvásárlási célú IPO-hipotézisünkre Kelet-Közép-Európában. Az olyan országok, mint a Cseh Köztársaság, Szlovákia, Magyarország, az egykori Jugoszlávia utódállamai és Románia kisebb gazdaságok az olyan nyugat-európai országokhoz képest, mint Németország, az Egyesült Királyság vagy Franciaország. A tőkepiacok gyengébbek és szűkebbek ezekben az országokban. Az egyetlen kivétel Lengyelország, amely kétségtől nagyobb gazdasággal rendelkezik a többi átalakuló kelet-közép-európai országnál. Ami a részvénypiac kapitalizációját illeti, a Deutsche Börse közel kilencszer akkora, mint a Varsói Értéktőzsde (WSE), ez a szorzó azonban a Prágai Értéktőzsdevel összevetve 45, a Ljubljanai Értéktőzsdevel összevetve pedig 242.

JOGSZABÁLYI TERHEK szintén akadályozzák a cégeket a részvénypiacon való hatékony forrásgyűjtésben. *La Porta et al.* (1997) megállapítják, hogy az olyan országokban, ahol a tulajdonosok alacsony védelmet élveznek,

drágább a részvénykibocsátással történő külső finanszírozás, ami megfigyelhető az Egyesült Államokban és a kontinentális Európában is. A cikk szerint az angolszász országok minden tekintetben jobb lehetőségeket biztosítanak a sajáttőkés finanszírozásra, mint a másfajta jogrendszerrel rendelkezők. Kismértékben más szemszögből vizsgálják a kérdést *Stringham et al.* (2008), akik arról számolnak be, hogy a kellőképpen gyors hatósági tevékenység hiánya a Cseh Köztársaságban sok kis céget gátol abban, hogy tőzsdére vigye a részvényeit.

A RÉSZVÉNYPIAC SAJÁTOSÁGAI *Claessens et al.* (2000) cikke szerint az átalakuló gazdaságok részvénypiacait alacsony kapitalizáció és alacsony forgalom jellemzi. Ezek is elbátortalaníthatják a cégeket abban, hogy vállalatfelvásárlási szándékkal tőzsdére lépjenek. Emellett a legtöbb regionális értéktőzsdét kis számú cég uralja, amelyek közül a legnagyobbakat külföldi tőzsdéken is jegyzik, ami elvonja a forgalmat a helyi tőzsdétől. Iorgova és Ong (2008) szerint a feltörekvő európai gazdaságok közül csak Lengyelország, Magyarország, a Cseh Köztársaság, Oroszország és Törökország tudott viszonylag likvid részvénypiacot kialakítani. Mindazonáltal a relatíve alacsony likviditás még mindig az egyik fő oka annak, hogy sok nemzetközi befektető nem akar a régió tőzsdéin kereskedni. Ez pedig azt eredményezi, hogy sok regionális cég külföldi tőzsdékre viszi a részvényeit forrásbevonás céljából.

A régió tőzsdéi közötti együttműködés – például a CEE Stock Exchange Group (CEESEG) keretében – erősítheti a helyi tőkepiacokat. Azzal, hogy befektetők nagyobb csoportja válik elérhetővé, cégek szélesebb köre előtt nyílik meg a lehetőség a sajáttőkés finanszírozásra a tőzsdéken keresztül. Az igazsághoz tartozik azonban, hogy a CEESEG tagjai egyelőre többnyire még várják az együttműködésük említett áldásait.

IPO-K A RÉGIÓBAN A tőzsdére lépő európai cégek általában érettebbek: kisebb és fiatalabb

cégek ritkábban lépnek tőzsdére, mint az Egyesült Államokban. *Degeorge és Maug* (2006) három magyarázatot dolgoztak ki erre a jelenségre:

- ① Európában gyengébb a befektetővédelem,
- ② az IPO-kat túlárazzák Amerikában, ami erős ösztönző erőt jelent a tőzsdére lépéshez,
- ③ a csökkenő forrásköltségek miatt több az IPO az Egyesült Államokban Európához képest.

Emellett az IPO-k száma általánosságban alacsonyabb a Cseh Köztársaságban, Magyarországon és Szlovéniában, mint Lengyelországban, amint az előző fejezetben láthattuk. Érdekes azonban, hogy a három kisebb állam között is jelentősek a különbségek. Míg a Prágai Értéktőzsde a második legnagyobb a CEESEG-en belül (a legnagyobb a bécsi), itt került sor a legkisebb számban IPO-kra a 2007–2009 közötti években. Összehasonlítva az IPO-k számát a tőzsde méretével, a Budapesti Értéktőzsde közepén van a három állam között, míg a jelek szerint a Ljubljanei Értéktőzsdén a legkönnyebb a részvénykibocsátás; ebben a vonatkozásban még a lengyel WSE-t is megelőzi (igaz, csak relatíve, nem abszolút értelemben).

A PÁRHUZAMOS TŐZSDEI BEVEZETÉS LEHETŐSÉGEI A fenti körülményekkel szemben ösztönző tényező a vállalatfelvásárlási célú IPO-k szempontjából, hogy az újonnan tőzsdére került cégeknek lehetősége van külföldi tőzsdéken is jegyeztetni a papírjait (*cross-list*). A cross-listing előmozdíthatja a későbbi akvizíciókat a kiválasztott országban, mivel a céltársaság részvényesei előnyben részesíthetik az adott országban kereskedett részvényekkel történő fizetést. *Tormunen és Torstila* (2005) szerint egy, az Egyesült Államok tőzsdéin jegyzett európai cég nagyobb valószínűséggel hajt végre akvizíciót az USA-ban, és nagyobb valószínűséggel ellenértékét részvénnyel, mint egy, ugyanabban az országban bejegyzett cég, amelynek a

papírjaival nem kereskednek a célország tőzsdéjén. *Korczak és Bohl* (2005) szerint a KKE-részvénypiacok korlátozott likviditása és alacsony kapitalizációja lehetett az elsődleges oka annak, hogy kelet-közép-európai cégek külföldi tőzsdékre vitték a részvényeiket, különösen az 1990-es évek második felében, amikor az állami és a magánszektor nagy IPO-i és SEO-i keretében gyakran részben külföldi piacokon helyezték el a részvényeket. *Claessens et al.* (2000) rámutatnak, hogy a KKE-országok párhuzamos tőzsdékre bevezetett cégeinek az átlagos mérete 12-szerese a csak a hazai piacon jegyzett vállalatokénak, ami jelzi, a helyi piacok túl kicsik ahhoz, hogy a nagy cégeknek megfelelő szintű finanszírozást és likviditást biztosítsanak.

TŐKESZERKEZET *Delcoursé* (2007) a tőkeszerkezet meghatározó tényezőit vizsgálta az átalakuló gazdaságokban és megállapította, hogy a KKE-országokban működő cégek által választott tőkeszerkezet leginkább egy „módosított hierarchiaelmélet” (*pecking order theory*) segítségével írható le. Az eredeti hierarchiaelmélettel szemben a régió vállalatai előnyben részesítik a sajáttőke-finanszírozást a kölcsönfelvételhez képest, miközben változatlanul az eredménytartalék felhasználása az elsődleges választás. A cikk szerint a vezetők azért kedvelik jobban a sajáttőke-finanszírozást a kölcsönfelvételnél, mert azt nem kell visszafizetni.

La Porta et al. (1997) arról számolnak be, hogy a vállalkozói szektor által átlagosan felvett kölcsön a bruttó nemzeti termék arányában kifejezve 68 százalék az angolszász országokban, 45 százalék a francia polgári jogrendű országokban és 97 százalék a német polgári jogrendű országokban. Ennek megfelelően az eladósodottság mértéke a német jogrendű országokban – másképpen fogalmazva a bankközpontú pénzügyi rendszerrel rendelkező országokban – a legmagasabb. A fenti számoknak ellentmond, hogy a vállalati kötvénypiac

általában alulfejlett a kelet-közép-európai államokban. Ez azt jelenti, hogy ha forrást akar bevonni, a cég a bankkölcsön és a sajáttőke-finanszírozás között választhat, és csak nagyon kevesen tudják hatékonyan kihasználni a kötvényfinanszírozás lehetőségét.

KÖVETKEZTETÉSEK

A jelen cikkben a vállalatfelvásárlási célú IPO-k elméletét vizsgáltuk meg Kelet-Közép-Európában. 5018 vállalatfelvásárlást és 150 IPO-t elemeztünk a 2004–2012, illetve 2007–2009 közötti időszakban, amelyekre a Cseh Köztársaságban, Magyarországon, Lengyelországban és Szlovéniában került sor. Három mutató – nevezetesen az akvizíciók száma, az akvizíciók értéke és az akvizíciót végző cégek száma – mentén elemeztük a tőzsdére lépő cégek akvizíciós tevékenységét. Ráműtöttünk néhány régiós sajtóságra is, amelyek a kapott eredmények okai lehetnek.

Az eredményeink azt mutatják, hogy a régió legnagyobb részvénypiaca, a lengyel WSE katalizátorként hat az olyan cégekre, amelyek vállalatfelvásárlási szándékkal kívánnak tőzsdére lépni. A tranzakciók száma és értéke, valamint az akvizíciót végző cégek száma egyaránt jelentősen nőtt a tőzsdére lépést követően. Ezzel szemben a Cseh Köztársaságban, Magyarországon és Szlovéniában nem mutatkoznak egyértelmű trendek. Az akvizíciót végző cégek száma jelentősen nőtt a tőzsdére lépést követően, a tranzakciók száma azonban csak mérsékelten nőtt, a tranzakciók értékében pedig egyenesen csökkenést láthatunk, ha egy szélsőségesen nagy értékű ügyletet kivesszünk a mintából. Emellett a vizsgált tranzakciók számossága is alacsony ezekben az országokban.

Az USA-adatokon alapuló tanulmányokkal összehasonlítva (*Celikyurt et al.*, 2010) az eredményeink azt mutatják, hogy a cégek ki-

sebb arányban végeznek felvásárlást az IPO-t követő első három évben, bár valamelyest erősebb bizonyítékokat találtunk a tőzsdére lépés és a vállalatfelvásárlások közötti kapcsolatra, mint Bessler és Zimmermann (2012) nyugat-európai viszonylatban.

Összességében megállapíthatjuk: a vizsgált cégek akvizíciós tevékenységének az élenkülése azt jelzi, hogy az IPO pozitív hatással van az azt követő régiós vállalatfelvásárlásokra. Ez az eredmény azonban nem jelenti feltétlenül azt, hogy az akvizíció lett volna a fő motivációs tényező az adott vállalat számára, amikor tőzsdére lépett. Azt sem jelenti továbbá, hogy a vállalatfelvásárlás útján történő külső növekedés meghaladná az organikus beruházásokra fordított pénzeket ezeknél a vállalatoknál. Következésképpen vannak témák, amelyeket még nem érintettünk, és amelyeket érdemes volna vizsgálat tárgyává tenni. További kutatást igé-

nyel annak vizsgálata, hogy a régió vállalatai számára a belső vagy külső növekedési lehetőségek voltak-e fontosabbak, amikor el kellett dönteni, mibe fektessék az első nyilvános részvénykibocsátásukból származó bevételeket. További kutatás tárgya lehet az is, milyen mértékben fordították a cégek az IPO-ból származó bevételeiket a meglévő adósságállományuk csökkentésére. A különböző fizetési módok elemzése, amellyel kiegyenlítik a felvásárlás ellenértékét, valamint ezek összefüggése az IPO-val és a cég sajátosságaival szintén tovább mélyítheti a kérdéstről való ismereteinket. Mindenesetre a tanulmányunk rávilágít, hogy a téma regionális szempontból is vizsgálatra érdemes. Az általunk elemzett legnagyobb gazdaság, Lengyelország alátámasztja a nemzetközileg szélesen elfogadott elméletet, míg a másik három vizsgált állam nem szolgált kielégítő bizonyítékkal.

IRODALOM

- BESSLER, W. – ZIMMERMANN, J. (2012): Growth Strategies of Entrepreneurial Firms after Going Public: A European Perspective. (A tőzsdére bevezetett cégek növekedési stratégiája a tőzsdéi bevezetést követően, európai összehasonlításban.) *Midwest Finance Association. 2013, Annual Meeting Paper*
- CELIKURU, U. – SEVILIR, M. – SHIVDASANI, A. (2010): Going Public to Acquire? The Acquisition Motive in IPOs. (Tőzsdére lépés az akvizíció érdekében? Akvizíciós szándék az első nyilvános részvénykibocsátások mögött.) *Journal of Financial Economics*. Vol. 96: pp 345–363
- CLAESSENS, S. – DJANKOV, S. – KLINGEBIEL, D. (2000): Stock Markets in Transition Economies. (Az átalakuló gazdaságok értéktőzsdéi.) *Financial Sector Discussion Paper*. No. 5. The World Bank
- DEGEORGE, F. – MAUG, E. (2006): Corporate Finance in Europe: A Survey. (Vállalatfinanszírozás Európában – felmérés.) ECGI – Finance Working Paper No. 121/2006; Swiss Finance Institute Research Paper No. 06–17. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=896518, letöltés dátuma: 2013. április 27.
- DELCOURE, N. (2007): The Determinants of Capital Structure in Transitional Economies. (A tőkeszerkezet meghatározó tényezői az átalakuló gazdaságokban.) *International Review of Economics and Finance*. Vol. 16, No. 3: pp 400–415
- FRIEDMAN, J. N. (2006): Stock Market Driven Acquisitions: Theory and Evidence. (Az értéktőzde, mint a vállalatfelvásárlások mozgatórugója: elmélet és bizonyíték.) Harvard University. <http://www.hks.harvard.edu/fs/jfriedm/mergers.pdf>, letöltés dátuma: 2013. április 27.
- GAJEWSKI, J-F. – GRESSE, J. (2006): A Survey of the European IPO Market. (Az európai IPO piac áttekintése.) *ECMI Paper*. No. 2/ 2006. augusztus

- GERTSEN, M.C. – SODERBERG, A.-M. – TORP J.E. (eds.) (1998): *Cultural Dimensions of International Mergers and Acquisitions. (A nemzetközi összeolvadások és vállalatfelvásárlások kulturális dimenziói.)* Walter de Gruyter, New York
- HOVAKIMIAN, A. – HUTTON, I. (2010): Merger-Motivated IPOs. (A vállalat-összeolvadás mint első nyilvános részvénykibocsátások motivációs tényezője.) *Financial Management (Blackwell Publishing Limited)*, Winter 2010, Vol. 39, Issue 4: pp 1547–1573
- HSIEH, J. – LYANDRES, E. – ZHDANOV, A. (2011): A Theory of Merger-Driven IPOs. (A vállalat-összeolvadás mint az első nyilvános részvénykibocsátások célja – elméleti megközelítés.) *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 41, No. 1: pp 1367–1405
- IORGOVA, S. – ONG, L. L. (2008): The Capital Markets of Emerging Europe: Institutions, Instruments and Investors. (Feltörekvő európai országok tőkepiacai: intézmények, instrumentumok és befektetők.) *IMF munkadokumentum*
- KORCZAK, P. – BOHL, M. T. (2005): Empirical Evidence on Cross-listed Stocks of Central and Eastern European Companies. (Közép-kelet-európai cégek párhuzamos tőzsdéken jegyzett részvényeivel kapcsolatos empirikus tények.) *Emerging Markets Review*. Vol. 6, Issue 2: pp 121–137
- LA PORTA, R. – LOPEZ-DE-SILANES, F. – SHLEIFER, A. – VISHNY, R. W. (1997): Legal Determinants of External Finance. (A külső finanszírozás törvényi meghatározói.) *The Journal of Finance*. Vol. LII, No. 3: pp 1131–1150
- RITTER, J. R. – WELCH, I. (2002): A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. (Első nyilvános részvénykibocsátások áttekintése, árazás és allokáció.) *The Journal of Finance*. Vol. LVII, No. 4: pp 1795–1828
- SCHULTZ, P. – ZAMAN, M. (2001): Do the individuals closest to internet firms believe they are overvalued? (Túlértékeltnek hiszik az internetes cégeket az azokhoz legközelebb állók?) *Journal of Financial Economics*. Vol. 59: 347–381
- SHLEIFER, A. – VISHNY, R. W. (2003): Stock Market Driven Acquisitions. (Az értéktőzsde mint a vállalatfelvásárlások mozgatórugója.) *Journal of Financial Economics*. Vol. 70, Issue 3: pp 295–311
- STRINGHAM, E. – BOETTKE, P. – CLARK, J. R. (2008): Are Regulations the Answer for Emerging Stock Markets? Evidence from the Czech Republic and Poland. (A szabályozás a megfelelő válasz a feljövő részvénytőzsdéken? Tények a Cseh Köztársaságból és Lengyelországból.) *The Quarterly Review of Economics and Finance*. Vol. 48, Issue 3: pp 541–566
- TOLMUNEN, P. – TORSTILA, S. (2005): Cross-Listings and M&A Activity: Transatlantic Evidence. (Párhuzamos tőzsdei bevezetés és vállalatfelvásárlás: transzatlanti körkép.) *Financial Management*. Vol. 34, No. 1: pp 123–142