



ZÁRÓTANULMÁNYOK

VOSZKA ÉVA

A KÜLSŐ BEFEKTETÉS MINT A VÁLLALATI NÖVEKEDÉS SAJÁTOS FORMÁJA

*-Vállalatcsoportok, befektetési stratégiák-
alprojekt zárótanulmánya*

A tanulmányorozat

Z4.

kötete

Munkaanyag, a szerző hozzájárulása nélkül nem idézhető

BUDAPESTI KÖZGAZDASÁGTUDOMÁNYI EGYETEM

Vállalatgazdaságtan tanszék

1053 Budapest, Veres Pálné u. 36., Tel./Fax: 118-3037

Ez a zárótanulmány a

„Versenyben a világgal”

A magyar gazdaság nemzetközi versenyképességének mikrogazdasági tényezői -
kutatási program

igazgató: **Chikán Attila**

Versenyképesség és a gazdasági szereplők közötti interakciók

c. projekt

vezetője: **Chikán Attila**

Vállalatcsoportok, befektetési stratégiák

c. alprojekt

vezetője: **Voszka Éva**

keretében készült.

A tanulmány a Pénzügykutató Rt. részfinanszírozásával készült.

„Versenyben a világgal” - A magyar gazdaság versenyképességének mikrogazdasági tényezői c.
kutatási program **MŰHELYTANULMÁNY** sorozata.

Sorozatszerkesztő: Chikán Attila, programigazgató

Technikai szerkesztő: Koblász Mária

Készült 100 példányban. Budapest, 1997. április 20.

Tartalomjegyzék

1. Bevezetés	5
1.1. <i>A kutatás célja</i>	<i>5</i>
1.2. <i>A vizsgálat módszerei</i>	<i>6</i>
2. Vállalati befektetések – külső befektetések.....	7
2.1. <i>A befektetések köre – vállalati minták statisztikai elemzése alapján</i>	<i>7</i>
2.2. <i>Befektetések a kiemelt vállalatok körében</i>	<i>16</i>
3. A külső befektetés mint a vállalati növekedés útja	19
3.1. <i>A vállalati siker – versenyképesség – növekedés</i>	<i>19</i>
3.2. <i>A vizsgált cégek és külső befektetések általános jellemzői</i>	<i>22</i>
3.3. <i>A külső befektetések típusai: az egyes cégek bemutatása az esettanulmányok alapján.....</i>	<i>26</i>
A töretlen növekedés tiszta és felemás útja: a Béres Rt. és a Hungarovin esete	26
Nekirugaszkodás előtt: a textil-és konzervipari vállalat.....	30
Befektetés és kivonulás mint a válságkezelés útja: a Videoton és a Rába	34
A „nagyvállalati önmozgástól” a stratégiáig? A MOL és a Dunaferr	42
3.4. <i>A külső befektetések általános jellemzői.....</i>	<i>52</i>
Vállalati típusok	52
A befektetések időbeli hullámzása	53
Motivációk és irányok	54
A befektetési döntések eljárásrendje és kritikus kérdései	59
Változatok a vagyionkezelésre és az integrációra	61
A külső befektetések hatása az érintett cégekre	64
4. Következtetések és kérdések	67
Hivatkozott irodalom.....	71
Mellékletek.....	73

Táblázatok jegyzéke

1.sz. táblázat: A vállalkozásba fektetés gyakorisága a magyar vállalkozások körében	8
2.sz. táblázat: A vállalkozásba fektetés gyakorisága az egyes vállalati, vállalkozási szegmensekben	8
3.sz. táblázat: A befektetések gyakorisága nagyságkategóriák szerint az EXPORT 94 mintában	8
4.sz. táblázat: A részesedésekkel rendelkező cégek aránya a vállalkozások két nagyság szerinti szegmensében ...	9
5.sz. táblázat: Befektetések gyakorisága az állami tulajdon nagysága szerint	9
6.sz. táblázat: Befektetések gyakorisága a magántulajdon aránya szerint magánszemélyek	11
7.sz. táblázat: Befektetések gyakorisága a külföldi tulajdon aránya szerint	12
8.sz. táblázat: Az állami tulajdon részesedése az egyes létszámnagyság kategóriákban	12
9.sz. táblázat: Befektetések gyakorisága a cégek nyereségessége szerint 1996-ban	13
10.sz. táblázat: Nagyvállalatok befektetései*	17
11.sz. táblázat: A nagyvállalatként fennmaradt 28 cég befektetései	17
12.sz. táblázat: A vizsgált cégek néhány mutatójának alakulása	24
13.sz. táblázat: A vizsgált cégek külső befektetéseinek néhány jellemzője	Hiba! A könyvjelző nem létezik.

1. Bevezetés

A kutatás a BKE Vállalatgazdaságtan Tanszékén indult „Versenyben a világgal” című program „Versenyképesség és a gazdasági szereplők közötti interakciók” projektjén belül a tulajdonosi szerkezet vizsgálatának egyik részterületét, a vállalati érdekeltségek (befektetések) rendszerét elemzi.

1.1. A kutatás célja

A vizsgálat középpontjában a vállalatok befektetéseinek egyik jellegzetes típusa áll: a társaságok alapítása, felvásárlása, illetve az érdekeltségek eladása. E területen belül a vállalati stratégiák, motivációk, módszerek és következmények szempontjából is élesen elkülönül a „befektetéseknek” két csoportja, a korábbi vállalat egyes részlegeiből (gyár, üzem, főosztály) létrehozott társaságok, valamint a korábbi vállalati kereteket túllépő, azon kívülre irányuló terjeszkedés. Az utóbbi csoportot „külső befektetéseknek” nevezzük, és a kutatás során ezeknek a feltérképezését tűzzük ki célul.¹ (A belső egységekből alapított társaságokat a tulajdonosi szerkezetet vizsgáló, David Stark vezette projekt vizsgálja.)

A külső befektetések kérdésköre több szálon is kapcsolódik a versenyképesség, ezen belül a gazdasági szereplők közötti interakciók elemzéséhez. A külső befektetések rendszere először is a tulajdonosi kapcsolatok egyik részterülete: a befektető cég a felvásárolt vagy újonnan alapított társaság részvényeinek, üzletrészeinek birtokába lép. (Ha ez utóbbinak több tulajdonosa van, akkor a közös társaság a tulajdonosok stratégiai szövetségének egyik formája is lehet.) Másodszor, a külső befektetés a cégek növekedésének egyik útja, amelynek szerepe – a meglévő egységekbe irányuló fejlesztések mellett – fontos lehet mint a vállalati siker, illetve versenyképesség egyik mutatója és további erősítésének alapja. Harmadszor, a külső befektetés a cégek közötti vertikális és horizontális kapcsolatok egyik – mégpedig a legszorosabb – formája, amelyet megelőzhet vagy követhet a szállítói-vevői kapcsolat, a közös piaci fellépés, a lobbycsoportba tömörülés. Mindennek következtében a befektetések irányuktól és intenzitásuktól függően befolyásolhatják a piacszerkezetet, a tényleges (statisztikailag nehezen megfogható) vállalati méretstruktúrát, a versenyhelyzet alakulását is.

A vizsgálat célja az, hogy feltárja a cégek külső befektetéseinek fő irányait az 1980-as évek végétől az 1990-es évtized közepéig terjedő időszakban, felvázolja a legfontosabb módszereket és

¹ Vállalaton a kutatás során a befektető vállalatcsoport egészét értjük. A "Dunaferr" tehát nem a Dunaferr Rt. konzernközpontot jelöli, hanem azt a vállalatcsoportot, amely a korábbi Dunai Vasműből alakult. Ehhez viszonyítjuk a külső befektetéseket.

motivációkat, illetve a jövőre vonatkozó vállalati elgondolásokat, hozzájárulva ezzel a vállalati magatartásminták, növekedési utak és a versenyképességet befolyásoló stratégiák feltérképezéséhez.

1.2. A vizsgálat módszerei

A kutatás a kevésbé feltárt terepből,² valamint az időbeli és anyagi korlátokból következően nem átfogó, statisztikai értelemben reprezentatív megközelítésre, hanem inkább a kérdések pontosabb megfogalmazására, a hipotézisek elsődleges tesztelésére törekedett. Kevésbé fog tudni választ adni mennyiségi kérdésekre (mennyire jellemző a magyar iparban a külső befektetések hálózatának kialakítása), inkább a lehetséges irányok, a jellegzetes motivációk és következmények feltérképezésére vállalkozik.

A vizsgálat alapvetően három empirikus forrásra épít. Az egyik egy széles vállalati körre kiterjedő, de tanulmányunk tárgya szempontjából részleges adatfelvétel, amely Tóth István János számításain alapul. A másik forrás az a nyolc esettanulmány, amelyek jelenlegi kutatásunk keretében készültek. Ezen kívül feldolgoztuk egy korábbi, 49 nagyvállalatot érintő kutatásnak a témához kapcsolódó adalékait is.

A befektető cégeket a megalapozottabb elemzés és a tágabb összefüggések feltárása érdekében részben ebből a körből választottuk – a 49-ek közül négyet most felkerestünk –, részben ezzel átfedésben abból a mintából, amely a vállalatok közötti stratégiai szövetségek és a szektortanulmányok elemzéseit között is szerepel. Törekedtünk arra, hogy a cégek többfajta ágazatot, eltérő hagyományokat és tulajdonosi szerkezeteket képviseljenek.

A tanulmányban először a vállalati befektetésekről adunk átfogó képet Tóth István János elemzése alapján, és megpróbáljuk pontosabban definiálni a külső és belső befektetések fogalmát, megindokolni az elhatárolás szükségességét, a 49 kiemelt vállalat példájával is illusztrálva ezzel kapcsolatos feltételezéseinket. A következő fejezet a külső befektetéseket mint a vállalati növekedés sajátos útját elemzi, értelmezve a vállalati siker, versenyképesség és növekedés fogalmát. Ezután megvizsgáljuk, mennyire jellemző az általunk vizsgált vállalati körben a növekedés, ezen belül a külső befektetés., majd az esettanulmányok alapján részletesen bemutatjuk a külső befektetések jellemzőit az időbeli változások, a fő irányok és motivációk, a döntési és irányítási rendszerek, valamint a cégekre gyakorolt hatás szempontjából. Végül az utolsó fejezet összefoglalja a legfontosabb megállapításokat és felvázolja a további kutatásra érdemes kérdéseket.

² Az 1970-es és 1980-as években az elméleti és empirikus kutatásoknak is kedvelt témája volt a vállalati növekedés, a beruházások és szervezeti beolvasztások elemzése. A közelmúltban azonban tudomásunk szerint nem sok ilyen vizsgálat indult - a kivételek között feltétlenül érdemes megemlíteni a Rózsahegyi György vezette kutatócsoport kezdeményezését s tanulmányunk ezeknek az eredményeknek a feldolgozásaira sem vállalkozik.

2. Vállalati befektetések – külső befektetések

2.1. A befektetések köre – vállalati minták statisztikai elemzése alapján

A külső befektetések értelmezése és nagyságrendjének legalább durva becslése érdekében először is érdemes megvizsgálni a befektetéseket általában: mennyire jellemző a magyar cégek körében az 1990-es évek elején az, hogy befektetésekkel rendelkeznek, s milyen dimenziók mentén mutathatók ki különbségek az egyes vállalati csoportok között. E kérdés megválaszolásához Tóth István János (1997) tanulmányát hívjuk segítségül, amely a vállalati mérlegek megfelelő sorait és három empirikus vizsgálat eredményeit dolgozta fel.³

A kezdeti eredményeket rögzítő elemzésnek, mint ahogy erre a szerző maga is felhívja a figyelmet, több korlátja van. Az egyik közvetlenül tanulmányunk alapkérdéséhez kapcsolódik. A vállalati mérlegekből elvileg sem lehet megállapítani, hogy a befektetések mekkora hányada tekinthető a korábbi nagyvállalati szerkezetátalakulás következményének, a holding struktúrák kialakulásának, és mennyi a kívülré irányuló terjeszkedés. A befektetések gyakoriságát a külső befektetések felső határára vonatkozó becslések tekinthetjük, hiszen korábbi és most készült esettanulmányaink világosan mutatják: az érdekeltségek jelentős, vállalati körönként differenciált részét korábbi gyárakból, részlegekből hozták létre. A másik korlát az, hogy Tóth István János nem vizsgálja a befektetések nagyságának abszolút értékét sem, noha ez további fontos információkat adhatna a mértékekről. (Az érdekeltségek darabszámát és a tulajdonosi pozíciók erejét pusztán a mérlegadatokból elvileg sem lehet kimutatni.) A harmadik korlát az időbeli összehasonlíthatóság. Tanulmányunk egyik lényeges hipotézise az, hogy a befektetések – alapvető sajátosságaik és a különböző vállalatcsoportok szerint differenciálódva – időben hullámzóak voltak. Ennek általános teszteléséről le kell mondanunk, mert a mérlegadatokat általánosan átfogott időszak rövid, illetve a négy felvétel részben más-más évekre vonatkozik. Ezek a részleges adatok is adnak azonban némi támpontot annak megítéléséhez, hogy mennyire elterjedt jelenség az 1990-es évek első felének Magyarországon a vállalati befektetés.

Tóth István János mérlegadatokon alapuló számításai szerint 1992-ben négy vizsgált ágazatban (feldolgozóipar, építőipar, a kereskedelem szolgáltatások) a cégek 8 százalékának volt befektetése. Ez a részarány 1994-ig 11 százalékra nőtt.

³ A mérlegadatokat az 1992-94 közötti évekre álltak rendelkezésre. A felvételek közül az egyik 230 nagy exportáló cég adatait dolgozta fel 1994-re. A másik két kérdőíves vizsgálatot 1996-ban végezték, részint 1407 kisvállalkozót keresve fel, részint 293 nagyobb vállalkozás körében, amelyek 50-nél több alkalmazottat foglalkoztattak, három ágazatban – a feldolgozóiparban, az építőiparban és a kereskedelemben – működtek, telephelyük Budapesten, vagy megyeszékhelyen volt. (Az egyes minták részletes leírását lásd a Függelékben.)

A.sz. táblázat: A vállalkozásba fektetés gyakorisága a magyar vállalkozások körében

(MÉRLEG) (%)

	1992	1993	1994
Feldolgozó-ipar	11,9	14,0	14,5
Építőipar	6,6	10,0	10,4
Kereskedelem, vendéglátás	6,9	8,2	9,6
Szolgáltatások	6,7	11,3	12,9
Teljes minta	8,1	10,8	11,6
N	39 084	40 165	53 443

Forrás: Tóth I. János (1997)

A következő kérdés az, hogy vannak-e különbségek a befektetések gyakoriságában egyes vállalati csoportok között, s ha igen, milyen dimenziók mentén. Az előző táblázat azt mutatja, hogy az ágazati különbségek nem számottevőek. A feldolgozóiparban mindvégig 3-4 százalékponttal magasabb volt a befektetéssel rendelkező cégek aránya, mint a másik három ágazatban (a legkisebb mértéket a kereskedelem-vendéglátás csoport mutatja). Nagyobb eltéréseket okoz két másik jellemző: a vállalkozás mérete és a tulajdonosi szerkezet. A vállalatnagyság és a befektetések gyakorisága közötti szoros összefüggést kapcsolat a három másik mintavétel eredményei is megerősítik.

A kisvállalkozásokat érintő VÁLL96 kategóriában mindössze 10 százalék a befektetésekkel rendelkező cégek aránya, a közepes vállalatokat tartalmazó CÉG96 mintában egyharmados, a legnagyobb exportálók között pedig 1994-ben közel 60 százalékos (2. táblázat).

Hiba! A kapcsoló argumentuma érvénytelen..sz. táblázat: A vállalkozásba fektetés gyakorisága az egyes vállalati, vállalkozási szegmensekben

(%)

	EXPORT94	VÁLL96*	CÉG96
Befektetéssel rendelkezők aránya	59,7	10,0	34,7
N =	230	1 407	293

*1993–1996 között a meglévő mellé új vállalkozást alapítók aránya

Forrás: Tóth I. János (1997) 7. o.

Az EXPORT94 mintát tovább bontva e kisebb körön belül is jól látszik a méret és a befektetések erős korrelációja: míg a kisebb létszám-kategóriában a cégeknek csak alig több mint negyede rendelkezett valamilyen érdekeltséggel, addig az 500 főnél nagyobbak közül több mint 83 százalék (3. táblázat).

C.sz. táblázat: A befektetések gyakorisága nagyságkategóriák szerint az EXPORT 94 mintában

(százalék)

Létszám Befektetés	-100	101-200	201-500	501-	Átlag	N=
Van	27,0	45,0	59,2	83,3	59,7	135
Nincs	73,0	55,0	40,8	16,7	40,3	91
Összesen (db)	37	40	71	78		226

Forrás: Tóth István János (1997)

A vállalati méreteket a foglalkoztatottak számán kívül az árbevétellel is jellemezhetjük. Tóth István János a nettó árbevétel alapján számított felső két percentilist a 98 százalékos többséggel összevetve azt tapasztalta, hogy 1992-ben a legnagyobb bevételt szerző cégek 78 százalékának volt befektetése, és ez a részarány 1994-ben is megközelítette a 60 százalékot. Ugyanakkor az alsó 98 percentilis körében 1992-ben még csak 6,5 százalék volt az érdekeltséggel rendelkezők aránya, két év múlva viszont már 10,5 százalék. A két nagyságcsoport közötti olló tehát a vizsgált három év alatt zárult.

Hiba! A kapcsoló argumentuma érvénytelen..sz. táblázat: A részesedésekkel rendelkező cégek aránya a vállalkozások két nagyság szerinti szegmensében

Vállalatok nettó árbevétel szerinti percentilisei	1992			1993			1994		
Alsó 98%	6,5			9,6			10,5		
Felső 2%	77,9			64,1			59,7		
N =	39 084			46 246			53 443		

Forrás: Tóth I. János (1997) 6. oldal

Világos az összefüggés a tulajdonosi szerkezet és a befektetések gyakorisága között is: az állami tulajdon jelenléte egy-egy vállalatcsoportban növeli a befektetés valószínűségét. Mint Tóth István János írja: „Ha az állami tulajdon aránya nő a cégben, akkor minden 25 százalékos növekedés 20 százalékkal növeli a vállalati befektetések esélyhányadát. A magáncégeknek és a külföldi cégeknek a helyzet fordított. 17, illetve 23 százalékos esélyhányad csökkenés várható, ha e tulajdonosi típusok aránya nő a cégekben” (I.m. 11. oldal).

E.sz. táblázat: Befektetések gyakorisága az állami tulajdon nagysága szerint

Állami tulajdon részesedés (%) Év						N	Átlag	Állami tulajdon léte az összes társaságon belül (%)
	0	0,1-24,9	25-49,9	50-74,9	75-100			
1992	5,8	23,5	11,7	19,6	37,5	37 459	8,3	10,4
1993	9,4	40,2	22,3	30,2	43,7	46 264	10,8	5,1
1994	10,6	50,6	37,5	42,4	45,1	53 443	11,6	3,0

Forrás: Tóth István János (1997)

Az 1992-94-es vállalati mérlegbeszámolók alapján számítva

Az adatsor jól mutatja, hogy a befektetések gyakorisága mindhárom évben magasabb – és az általános trendnek megfelelően monoton növekvő – azoknál a cégeknél, amelyekben van valamennyi állami részesedés. Az azonban nem igaz, hogy a befektetés gyakorisága együtt emelkedne az állami tulajdonhányad növekedésével. A vizsgált mutató a legkisebb (25 százalék alatti) és a legnagyobb (75 százalékon fölüli) állami tulajdonhányad esetén a éri el a maximális értékeket.

Nézzük ezek után a másik oldalt, a magántulajdon hatását a befektetések gyakoriságára. 1992-ben még egyértelmű, hogy azokban a cégekben, amelyekben magyar magánszemélyeknek vagy társaságaiknak van tulajdonrésze, ott az érdekeltségek megjelenése ritkább, és ahogy nő a tulajdonhányad, úgy csökken a befektetésekkel rendelkező cégek részaránya. (6. táblázat). Ez a tendencia 1994-ben már nem ilyen zavartalan. Az érdekeltségek gyakorisága magasabb, ha a belföldi magántulajdon 0-25, illetve 50-75 százalék közé esik, mint a “nincs belföldi magántulajdon” kategóriában, sőt, ha társaság a tulajdonos, akkor a 75 százalék fölötti cellában is magasabb az érték. (A magántársaság tulajdona egyéként minden szegmensben magasabb befektetési gyakorisággal jár, mint a tulajdona.)

F.sz. táblázat: Befektetések gyakorisága a magántulajdon aránya szerint magánszemélyek

Magán- tulajdon részesedés* (%) Év	0		0,1–24,9		25–49,9		50–74,9		75–100		N	Átlag	Belföldi magántársaságnak van tulajdona (%)
	magán- sze- mély	társas- ság	magán- sze- mély	társas- ság	magán- sze- mély	társas- ság	magánsze- mély	társas- ság	magán- személy	társas- ág			
1992**	23,3		13,1		4,9		9,2		3,3		37 375	8,3	n.a.
1993	16,7	9,7	17,6	25,4	8,3	15,2	17,4	17,9	7,5	14,4	46 220	10,8	16,0
1994	15,9	10,0	20,2	28,8	10,1	18,1	21,5	22,6	8,7	16,3	53 443	11,6	16,5

Forrás: Tóth István János (1997)

Az 1992-94-es vállalati mérlegbeszámolók alapján számítva

* Belföldi magántulajdon

** 1992-re a két csoport nincs megbontva

A külföldi tulajdon hatását nézve is általában véve igaz, hogy a befektetések gyakorisága kisebb, ha ilyen részvényesek megjelennek a cégnél, továbbá ha a külföldi tulajdon részaránya nő, akkor a befektetésekkel rendelkező vállalkozások gyakorisága az adott kategóriában csökken. E tendencia alól az alacsony külföldi részesedés, a 25 százaléknál kisebb tulajdonhányad a kivétel, amelyben rendre magasabb értékek szerepelnek, mint a “nincs külföldi tulajdon” kategóriában. A háromnegyedes többséget meghaladó részesedés viszont mindhárom évben szignifikánsan alacsonyabb befektetési gyakorisággal párosul, bár az enyhe növekedés ebben a cégcsoportban is jellemző.

G.sz. táblázat: Befektetések gyakorisága a külföldi tulajdon aránya szerint

Külföldi tulajdonú részesedés (%) Év	(százalék)					N	Átlag	Külföldi tulajdon van a társaságban (%)
	0	0,1–24,9	25–49,9	50–74,9	75–100			
1992	8,6	14,1	5,8	9,1	5,0	37 459	9,3	21,1
1993	11,1	26,4	10,6	12,6	6,7	46 249	10,8	22,5
1994	11,8	18,1	12,4	11,8	8,3	53 443	11,6	21,7

Forrás: Tóth István János (1997)

Az 1992-94-es vállalati mérlegbeszámolók alapján számítva

Mindehhez hozzátehetjük, hogy a két vizsgált dimenzió, az állami tulajdon és a vállalati méret nem független egymástól: az 1990-es évek első felében a nagyobb vállalkozásokban magasabb volt az állami tulajdon. Ezt mutatja a 8. táblázat, amelyet Kőhegyi Kálmán tanulmányából vettünk át. 1992 és 1995 között a nemzetgazdaság egészében lényegesen, 55-ről 30 százalékra, csökkent ugyan az állami tulajdon aránya a vállalkozások tulajdonosi szerkezetében, de a részesedés eközben mindvégig a legnagyobb, 300 főnél többet foglalkoztató cégeknél maradt a legmagasabb, 1992-ben 71 százalék, 1994-re 60, 1995-ben pedig 45 százalék.

H.sz. táblázat: Az állami tulajdon részesedése az egyes létszámnagyság kategóriákban

(%)

Év Létszám (fő)	1992	1994	1995
0	25,05	21,91	3,06
1–11	18,18	7,15	8,39
11–20	28,80	12,41	12,66
21–50	29,79	14,89	9,04
51–300	28,84	17,48	13,74
301–	7,71	60,65	44,70
Összesen	55,21	41,89	29,81

Forrás: Köhegyi Kálmán (1996) APEH SZTADI adatbázis

Összefoglalva, a külső befektetések elterjedtségének felső korlátjaként értelmezhető vállalati érdekeltségek gyakorisága 1992 és 1994 között enyhén nőtt, de így is a cégeknek alig több mint a tizedére volt jellemző. A befektetések a nagy állami vállalatok körében voltak a leggyakoribbak, a kicsi magánkézben lévő társaságoknál pedig a legritkábbak. A méret (s valószínűleg ezzel együtt a tulajdon) szerinti különbségek azonban az 1990-es évek legelejéhez viszonyítva csökkentek. A nagyok körében némileg visszaesett, míg a kisebbeknél nőtt a befektetések gyakorisága. Tóth István János egyelőre sajnós kevéssé kifejtett megállapítása szerint – a CÉG96 minta alapján – már inkább a nyereségesség, illetve az eladósodottság szerepe tűnik fontosnak: "A nyereségességgel és a hitelállomány nagyságával párhuzamosan nő a befektetések valószínűsége" (i.m.6. oldal). Mint a 9. táblázat mutatja, a nyereséges cégek 40 százalékanak van valamilyen befektetése, ami a nem nyereségeseknek csak a negyedét jellemzi.

I.sz. táblázat: Befektetések gyakorisága a cégek nyereségessége szerint 1996-ban

	Nyereséges	Nem nyereséges	Összesen
Van befektetés	40,6	25,0	35,2
Nincs befektetés	59,4	75,0	64,8
Összesen	65,2	34,8	100,0 N=287

Forrás: Tóth István János (1997), CÉG 96 minta

Mi lehet az eltérések és a kiegyenlítődési tendenciák magyarázata? Tóth István János ezzel kapcsolatban három modellt említ. Az első szerint „A vállalati befektetések és az ezek nyomán létrejövő hálózatok a gazdasági átalakulás kísérő jelenségei és ennyiben múltó jelenségek” (i.m. 8. oldal). E feltételezés értelmében a befektetések jórészt a nagyvállalatok szétesésének, a társaságok halmazára bomlásnak, a korábban fordított piramisként jellemezhető méretstruktúra lebomlásának következményei. A második modell inkább hosszú távon érvényesülő jelenségként fogja fel a befektetéseket, azaz a "kereszttulajdonlást", s ezt a magyar átalakulás specifikumának tekinti (David Stark 1996.). A harmadik elgondolás szerint a céghálózatok létrejötte főként a gazdasági bizonytalanság mérséklésének törekvéséből ered.

A számítások azt mutatják, hogy a modellek közül az első magyarázó ereje a legerősebb, főként az 1992-es évre. Nem igazolódott egyértelműen a két másik modell, de mivel a vizsgálat még nem lezárt, ez önmagában nem jelent cáfolatot sem.

Tanulmányunk feltételezése szerint a három modell nem egymást kizáró, hanem párhuzamosan vagy egymást követve is működhetnek: a vállalatok különböző csoportjaiban más-más mozgatórugók lehetnek fontosak, illetve a hangsúlyok időben eltolódnak. A statisztikai adatokkal mérhető eltérések egyik ugrópontja éppen a külső és belső befektetések megkülönböztetése, és egy kombinált hipotézissel magyarázhatóak mind az egyes vállalati csoportok között statikus, azonos időpontra vonatkozó különbségek, mind pedig a változások időbeli dinamikája.

A kombinált modell alapszerkezete a következő. Az 1990-es évek elején a befektetések döntő része a nagy állami vállalatokhoz kapcsolódott, s ezek döntő része a belső befektetések kategóriájába sorolható. A nagyobb cégek jelentős hányada az úgynevezett spontán privatizáció éveiben vagy később, a központi döntések időszakában társaságok halmazára bomlott. E szervezeti struktúra általános jellemzője, hogy az így létrehozott kft-ekben, rt.-kben a korábbi vállalati központ marad a főtulajdonos. Előfordult, bár empirikus tapasztalataink szerint koránt sem volt általános, hogy a “holdinghoz” tartozó egységek egymásnak is részvényesei lettek. Gyakoribbnak tűnik, hogy az önálló jogi személyiséget nyert cégek maguk is tovább bomlottak, eszközeik apportjával újabb társaságokat alapítottak. Az érdekeltségek számát növelték a külső tulajdonosokkal közösen – de sokszor ugyancsak a korábbi részlegek, eszközök bázisán – létrehozott társaságok. Ezeken az utakon befektetések hálózata alakult ki, ami azonban nem a cégek növekedésének vagy a sikerének mutatója – ellenkezőleg, inkább a vállalati válságok jele, az összehúzódás egyik módszere volt.

Ez a feltételezés magyarázatot adhat arra is, hogy miért csökkent a nagyvállalatokat jellemző befektetések gyakorisága az idő előrehaladtával. Egyrészt a válságkezelés sokszor nem volt sikeres. Ennek következtében vagy maga a korábbi vállalati központ jutott a felszámolás sorsára, amivel egy csapásra megszűntek a befektetések is: a “leányvállalatok” önállósodtak, vagy maguk is eltűntek a gazdaság szereplői közül. Csökkenthette az érdekeltséggel rendelkező cégek számát a privatizáció is, akár a holding, akár annak leányvállalatai kerültek magánkézbe. Az utóbbi esetben egyértelmű, hogy egy-egy társaság teljes eladása egyben a holding befektetésének megszüntetése. Ha pedig a korábbi nagyvállalati központot privatizálták, akkor az új magántulajdonos gyakran elkezdte leépíteni a korábbi érdekeltségeket.

A másik oldalt jellemző adatok ugyanis azt mutatják, hogy mind a külföldi, mind a belföldi magántulajdon esetében viszonylag alacsonyabb volt az érdekeltségek száma az 1990-es évek elején. Ha a magántulajdonos privatizáció révén jutott részvényesi pozícióba, akkor sokszor „karcúsította” az áttekinthetetlen, inhomogén szervezetet, bezárta, eladta a cég befektetéseit. Ilyenkor tehát az érdekeltségek számának csökkentése a reorganizáció, a vállalati helyzet stabilizálásának eleme.

Ezután azonban sokhelyütt megindulhatott a terjeszkedés, ami újabb befektetések megjelenésével is járt. Részben ezzel magyarázható befektetések növekvő részaránya a magángazdaság körében.

Némileg más a helyzet az újonnan, tehát a privatizációtól függetlenül alapított belföldi magáncégeknél és a külföldiek zöldmezős beruházásainál. Ezekben az esetekben a befektetések számának szaporodása már egyértelműbben a növekedés egy sajátos útjának elindulását jelentette. S itt bekapcsolhatjuk a harmadik modellt, amely a bizonytalanság mérséklésére, a piaci terjeszkedés megalapozására, az adók és más közterhek csökkentésének szándékára vezeti vissza a befektetések növekedését. (Természetesen ebben a körben is előfordulhat, hogy az osztódás "menekülés előre", a sokasodó gondok megoldásának egyik útja, amely a fizetésektől való menekülés nyílt megjelenésébe, felszámolásba torkollik.)

Mindebből tanulmányunk tárgya szempontjából az a következtetés vonható le, hogy érdemes határozott különbséget tenni a belső, azaz a korábbi vállalati szervezetből alakult társaságok és a külső befektetések között. Míg az előbbi típus az állami vállalatoknál az 1980-as és 1990-es évek fordulóján válságjelenség, illetve a szervezet és a teljesítmény zsugorodásának jele, addig a külső befektetés, különösen a magántulajdonban lévő cégeknél az 1990-es évek közepe táján már inkább tekinthető a növekedés, a sikeres működés jelének. A két befektetési típusnak tehát más a motivációja, eltér a vállalati helyzet, és jellemzően a cég mérete, tulajdonosi szerkezete is.

Felmerül a kérdés, hogy tekinthető-e ez a megkülönböztetés a magyar (közép-kelet-európai) gazdaság sajátosságának. Nemzetközi összehasonlítások hiányában erre nem tudunk megalapozott választ adni. Hipotézisünk csak annyit mond, hogy az állami cégek belső befektetései döntően a vállalati átalakulások következményei, illetve a válságkezelési kísérletek specifikus megjelenési formái – ami nem zárja ki azt, hogy másutt más okból hasonló lépésekre kerüljön sor. Ugyanakkor fel kell hívni a figyelmet arra, hogy az érintettek maguk általában nem tesznek különbséget az érdekeltségek kialakításának e két formája között. Az esettanulmányok szerzőinek sokszor nem volt könnyű a bonyolult szervezeti hálókat ennek a dimenzióknak a mentén felfejteni. Ennek oka feltételezésünk szerint az, hogy a vállalatok kevésbé foglalkoznak korábbi helyzetekkel és célokkal. Ami a befektetésekkel kapcsolatban foglalkoztatja őket, az legfeljebb meglévő érdekeltségeik irányítása, működtetése, esetleg eladása. Ebből az érthetően gyakorlatias szempontból pedig valóban nem az eredet, a "külső vagy belső társaság" a választóvonal.

A belső és a külső befektetések, valamint néhány jellegzetes átmeneti köztes forma legfontosabb jellemzőit a Mellékletben táblázatos formában is összefoglaltuk. A megállapításokat a későbbi fejezetekben még több oldalról megpróbáljuk majd alátámasztani, hogy a különbségeket kézzelfoghatóan érzékeltessük. Először egy korábbi nagyvállalati kutatásunkból leszűrhető tapasztalatokat összegezzük.

2.2. Befektetések a kiemelt vállalatok körében

1995-96-ban 49 kiemelt nagyvállalat sorsának alakulását követtük nyomon a szervezeti és tulajdonosi struktúra, valamint az állam és a vállalatok közötti kapcsolatok változását állítva az empirikus vizsgálat középpontjába (Voszka, 1996.a). E nagyvállalatoknak a gazdaságban betöltött szerepe a korábbi évtizedben meghatározó volt, és ma sem jelentéktelen⁴. Az 1972-ben kiemelt, politikai és gazdasági szempontból stratégiai fontosságúnak ítélt cégek köre ágazatilag, méretekben és teljesítményben mindig is differenciált volt (Szalai 1989), de a különbségek ellenére ez a minta sem 1989 előtt, sem azt követően nem reprezentatív a gazdaság egészére, hanem éppen egy sajátos helyzetű csoportot alkot. Mivel azonban a csoport minden tagja viszonylag vagy abszolút értelemben véve nagy állami vállalat volt az 1980-as évek végén, és az eddig bemutatott adatok az ilyen típusú cégek fontos szerepét mutatták a vállalati érdekeltségek alakulásában, érdemes külön is megnézni a 49 nagyvállalatot abból a szempontból, hogy milyen gyakoriak voltak a gazdaságnak ebben a szegmensében a befektetések, mekkora hányaduk tekinthető külsőnek, illetve belsőnek, s kimutatható-e az érdekeltségek időbeli alakulásában valamilyen határozott időbeli tendencia. A kiemelt vállalatok kutatásában a külső befektetések léte nem volt elsőrendű vizsgálati szempont, ezért az erre vonatkozó információk közel sem teljes körűek.

A kiemelt nagyvállalatok többségének az 1980-as és 1990-es évek fordulóján volt valamilyen befektetése. Ha a 49-ek közül elkülönítjük az 1990 előtt adminisztratív döntéssel felbontott nyolc céget – jórészt trösztöket –, amelyeknek nagyvállalati jellege ezzel a lépéssel megszűnt, akkor a fennmaradó 41-ből 31, azaz a vizsgált szervezetek háromnegyed része rendelkezett belső érdekeltségekkel – átlagosan több mint tízzel –, közel negyven százalékuk pedig külsővel is. Az összes befektetés kétharmada⁵ belső társaság volt. A 10. táblázatban összefoglalt adatok világosan mutatják azt is, hogy a társasággá alakulás időpontja és az 1990-es évek közepe közötti periódusban a belső befektetésekkel rendelkező cégek száma egyharmaddal, az ilyen típusú érdekeltségek köre egyötöddel szűkült. Nem gyarapodtak, de sokkal kisebb mértékben estek vissza az általunk feltárt külső befektetések.

⁴ A 49 nagyvállalat (illetve az utódszervezetek) az 1980-as évtizedben a nemzeti terméknek 28-29 százalékát adták, de még 1991 és 1993 között is több mint az egyötödét. Súlyuk leginkább a működtetett eszközökben és az exportban csökkent az 1980-as részarány felére, illetve kétharmadára. De a kiemelt cégek állították elő az 1990-es évek első felében is a kivitel harmadát, és ők alkalmazták az eszközök és dolgozók 14-15 százalékát. A részletes számításokat lásd Major (1996).

⁵ Ezen a ponton ismét fel kell hívni a figyelmet arra, hogy a külső befektetéseket felmérése valószínűleg nem teljes körű.

J.sz. táblázat: Nagyvállalatok befektetései*

Befektetések	Belső befektetéssel rendelkező cégek száma	A belső befektetések száma	Külső befektetéssel** rendelkező cégek száma	A külső befektetések száma**
Az átalakulás évében (a)	31	338	12	118
1995–96-ban (b)	23	264	11	114
Változás b/a (%)	74,2	78,1	91,7	96,6

Forrás: Voszka (1996) alapján számítva

* Az adminisztratív szétválasztással 1990 előtt megszüntettek nélkül

** Hiányos adatsorok

A belső befektetések szűkülésének fő oka a 49-ek csoportjában a korábbi nagyvállalati központok megszűnése, a céghálózatok magjának (esetenként összes vagy legtöbb tagjának) a felszámolása. A befektető eltűnésével ugyanis legtöbbször az érdekeltség is eltűnik: a korábbi "leányvállalat" állami céggként önállósul vagy az új magántulajdonosnál nem feltétlenül befektetésként jelenik meg. A nagyvállalatként fennmaradt 28 szervezetet nézve a befektetések szempontjából is élesen különválnak két csoport.⁶ A korábban társaságok halmazára bomlott nagyvállalatok érdekeltségeinek száma csökkent, míg az integrált egységként átalakult cégek⁷ jelentősen gyarapították befektetéseik – kiváltképp belső társaságaik – körét (11. táblázat).

K.sz. táblázat: A nagyvállalatként fennmaradt 28 cég befektetései

	Belső befektetések		Külső befektetések*	
	Átalakuláskor	1995–1996-ban	Átalakuláskor	1995–1996-ban
Társaságok halmazára bomlás	156	139	52	39
Egyben átalakulás	65	113	60	75
Felszámolás az átalakulás előtt	4	9	n.a.	n.a.
Összesen	221	252	112	114

A külső befektetések szűkebb kategóriáját nézve részleges adataink a 49 nagyvállalat közül 12-nél mutattak ki ilyen érdekeltségeket. A nagy szervezetként fennmaradtaknál magasabb az arány: 28-ból 10 cégnek volt, illetve maradt külső befektetése. E csoportból négyet – a Magyar Olajipari Rt-t, a Dunaferrt a Rábát és a Videotont – a következő fejezetekben részletesen is megvizsgálunk majd. Az 1990-es évek első felében a MOL-ra és a dunaújvárosi vasműre volt leginkább jellemző a terjeszkedésnek ez a formája – legalábbis ami a érdekeltségek számát illeti. Ez a szám a négy cég esetében 1990 és 1995 között nőtt vagy lényegében változatlan maradt, de a portfólió összetétele

⁶ Ez a két csoport más jellemzők mentén is jól megkülönböztethető, lásd Voszka (1996.b.)

⁷ Az egyben átalakulás nem jelenti azt, hogy az érintett cégnek induláskor egyáltalán ne lett volna valamilyen érdekeltsége. Ebbe a csoportba soroltuk mindazokat a vállalatokat, amelyeknek a társaságokba kihelyezett vagyona nem érte el a jegyzett tőke 25 százalékát.

mindegyiküknél módosult: az új befektetéseket a régebbiek egy részének tönkremenetele vagy eladása kísérte. Több más nagyvállalatnál viszont a leépítés dominált.

Az 1980-as és 1990-es évek fordulóján a MOL és a Dunaferr mellett két cég emelkedett ki a 49-ek közül a külső befektetések számát tekintve: a Borsodi Vegyi Kombinát és a Lenin Kohászati Művek (későbbi nevükön Borsodchem és DIMAG). A vegyipari cégek 1989-91-ben 25 külső érdekeltsége volt, ezek közül hat kereskedelmi bankokba – jórészt az akkoriban létrehozott állami nagybankokba irányult. A többi társaság jórészt a Borsodchem gyártmányait, melléktermékeit dolgozta fel, például üdítőitalokat állított elő. A külső érdekeltségek száma a vállalat egészének társasággá alakulása és a privatizáció közötti négy év alatt – 1996-ig – ötre olvadt. Az újonnan kinevezett menedzsment ugyanis – nem várva az új tulajdonos megjelenésére – a válságkezelés fő útjának a heterogén, szerteágazó tevékenységi kör egyszerűsítését, a négy kulcsüzletágra koncentrációt tekintette. Nemcsak a veszteséges vagy periférikus termelési ágakat és a régi szociális létesítményeket építették le, hanem a lazán kapcsolódó külső befektetések nagy részét is (Balabán 1995).

A Lenin Kohászati Műveknek a vizsgált időszak elején 21 külső befektetése volt, részben szintén kereskedelmi bankokban, részben a Dunaferrhez hasonló vagy éppen azonos körben. (A diósgyőri nagyvállalat is szerzett néhány millió forintért részesedést a Ganz-Danubius Hajógyárban, a Borsodi Gépkocsi Társulásban, csakúgy, mint dunaújvárosi társvállalata, és mindketten tagjai voltak az Acélipari Egyesülésnek is.) Ezeknek az érdekeltségek azonban az 1990-re évek közepén diósgyőrben már nem találtak nyomát, aminek feltehetően a vállalat megrendült pénzügyi helyzete, a folyamatos állami segítség igénye volt a fő oka.

Érdeemes még kiemelni a három gyógyszeripari nagyvállalat hasonló indulását és az ezt követő eltérő stratégiáját. A Richter Gedeonnak az 1980-as és 1990-es évek fordulóján 7, a Chinoinnak 8, az Egisnek pedig 14 külső befektetése volt, bár az általuk lekötött tőke aránya mindenhol töredékes maradt. Ezek egy része, még inkább mint a vaskohászatban, a szakágazatra jellemző érdekeltség. A gyógyszergyártó cégek már korábban közös vállalatokat alapítottak a kutatás-fejlesztésre – ezek azután társasággá alakultak –, és mindegyikük kisebb-nagyobb részesedést szerzett a külkereskedelmi vállalatban, a Medimpexben. A kereskedelmi bankokban jegyzett töredék részvény ebben a körben is jellemző volt. A növekedési utak különbségében szembeötlő, hogy a legkorábban, 1990-ben privatizált Chinoin gyorsan leépítette külső befektetéseit, négyet eladott, egyben pedig csökkentette részesedését. A viszonylag későn és részlegesen magánkézbe adott Richter Gedeonnál a menedzsment hajtott végre profiltisztítást, a külső érdekeltségek felétől megszabadulva. Ezzel

szemben a legnépesebb portfólióval rendelkező, legtovább állami tulajdonban maradt Egis a privatizációig fenntartotta külső befektetéseinek többségét.⁸

A 49-ek vizsgálata megerősíti tehát azt a hipotézist, hogy a nagyvállalati körben elsősorban a belső befektetések voltak jellemzőek, vagyis az érdekeltségek nagyobbik része a vállalatok társaságokra bomlásával, a gyárak, részlegek szervezeti átalakulásával jöttek létre. Az időbeli dinamikával kapcsolatban pedig azt láttuk, hogy a „nagy robbanás” után a hálózatok megszűnése vagy a privatizáció következtében – de részben ettől függetlenül, állami cégeként is – sokhelyütt megkezdődött a belső befektetések részint tudatos, részint kényszerű leépülése. A külső befektetések köre is sokhelyütt szűkült, vagy – mint a részletesen vizsgált esetek is mutatják majd – legalábbis visszaesett a terjeszkedés üteme. Az érdekeltségek számának csökkenése lehet a helyzet stabilizálódásának jele, de mint a borsodi vaskohászat példája mutatja, utalhat a krízis elhúzódására is. Az új tulajdonosok sokszor hozzákezdték a kiterjedt befektetési hálózat leépítéséhez – de ezt még a privatizáció előtt egy koncepciózus menedzsment is megtehetette.

3. A külső befektetés mint a vállalati növekedés útja

3.1. A vállalati siker – versenyképesség – növekedés

A vállalati siker és versenyképesség elméletileg is vitatott fogalmak. Az 1990-es évek Magyarországon pedig a vállalati növekedés értelmezése is nehézségekbe ütközik, s a versenyképességhez fűződő kapcsolat meghatározása sem magától értetődő. Ezért érdemes először tisztázni tanulmányunk fogalomhasználatának kereteit.

A "Versenyben a világgal" kutatás szinonimaként értelmezi a vállalati sikert és a versenyképességet: "Sikeresnek tekintjük azokat az iparágakat, amelyek a magyar exporthoz jelentősen hozzájárulnak, és/vagy olyan termékeket, termékcsoportokat állítanak elő, amelyek a világkereskedelemben jelentősebb arányt képviselnek, mint a világtermelésben ...A nemzetközi sztereotípiákhoz viszonyított versenyképesség leggyakrabban használt mércéjét az adja, hogy az egyes nemzetgazdaságok szektorai milyen mértékben részesednek a nemzetközi (világ)kereskedelemben. Így a nemzeti versenyképesség abban nyilvánul meg, hogy a versenyképes szektorok vállalatai

⁸ Meg kell jegyezni, hogy mindhárom gyógyszeripari cég esetében volt olyan befektetés, amely megszűnt-tönkrement, tehát feltehetően a tulajdonosok szándékától függetlenül is csökkent a befektetések száma. A gyógyszeripari társaságokról lásd részletesen Kelemen (1995) és Antalóczy (1996)

exportálnak” (Czakó 1995. 45, 47. oldal.)⁹ Havas Attila a sikernek egy másik elemét, a cégek növekedését emeli ki: „Piaci körülmények között a vállalati siker és versenyképesség egyik legbiztosabb, leginkább egyértelmű jele a bővülő árbevételben, magasabb piaci részesedésben és többnyire emelkedő létszámban megmutatkozó növekedés” (Havas 1997. 1. oldal).

Tanulmányunk a versenyképesség mércéjét két szempontból is alacsonyabbra állítja. Egyfelől elfogadható, hogy a versenyképességet nemzetközi (világkereskedelmi) összefüggésekbe kell ágyazni. Nyitott (liberalizált) gazdaságban azonban, mint ahogy a termékáramlást, úgy a vállalati siker fogalmát sem lehet országhatárok közé szorítani. Éppen a nyitottság miatt nemcsak az export érdemel figyelmet, hanem a behozatal is. Ha feltételezzük, hogy az import előtt sem állnak adminisztratív vagy pénzügyi korlátok – ami az 1980-as évek Magyarországon nem minden ágazatra, termékre egyformán, de többé-kevésbé érvényes –, akkor versenyképesnek kell tekintenünk minden olyan céget is, amely belföldön folyamatosan tudja értékesíteni termékeit vagy éppen növeli piaci részesedését, hiszen ez azt jelenti, hogy állja az importkonkurenciát. Az „importhelyettesítésnek” ezt az új, a piac által meghatározott formáját nem érdemes kívül rekeszteni a vizsgálat körén.¹⁰ Az exportképesség (javítása) tehát fontos, de véleményem szerint nem kizárólagos mutatója a vállalati sikernek.

Másfelől az 1990-es évek első felében Magyarországon a versenyképesség és a vállalati növekedés sem jár feltétlenül együtt. Havas Attila előbb idézett esettanulmányában leszögezi, hogy a szerkezetváltás időszakában, amikor az egész gazdaság és ezen belül sok vállalat kibocsátása, piaci részesedése is zsugorodik, a hagyományos növekedési mutatók kevésbé használhatók. “Ebben a helyzetben valószínűleg már a túlélés is sikernek tekintendő, esetenként még akkor is, ha jelentősen csökkent az árbevétel és a létszám. Természetesen a megítélés elsősorban attól függ, hogy a túlélést alapvetően a korábbi termék- és értékesítési szerkezet megőrzése mellett a régi befektetési módszerek alkalmazásával, esetleg még az 1990-es évek elején is hozzáférhető ‘puha’ állami és félállami, például döntően állami tulajdonban lévő bankoktól kapott pénzek megszerzésével, a köztartozások felhalmozásával érték el, avagy új termékek, termelési eljárások és vezetési módszerek bevezetésével, új értékesítési lehetőségek kiaknázásával, magántulajdonosok friss tőkájével, és/vagy piaci szempontokat követő, a megtérülést megkövetelő, általában külföldi bankok hiteleiből. Az előbbi esetben arra lehet számítani, hogy a túlélés csak ideiglenes, előbb-utóbb megszűnik az így életben tartott vállalat, vagy gyökeresen átalakul, ha lesz olyan befektető, aki rendelkezik a szükséges pénzügyi forrással és alkalmas vezetőket is talál – de ez már a második eset” (Havas 1997. 2. oldal).

⁹ Chikán Attila szerint is: “Ha egyáltalán beszélhetünk majd ... a magyar gazdaság versenyképességéről, akkor ez mindenképpen nemzetközi versenyképesség lesz” (Chikán 1995. 36. oldal)

¹⁰ E megközelítés mellett szól az is, hogy vannak olyan termékek, szolgáltatások, amelyek természetüknél fogva nem vagy alig lehetnek nemzetközi kereskedelem tárgyai, bár a konkurencia - a természetes monopóliumok kivételével - ilyenkor is felléphet: külföldi cégek betelepülhetnek az országba, versenyt teremtve, mondjuk a

Az előbbi idézet mindkét fontos megállapításával egyetértve – tehát hogy ma Magyarországon a vállalati túlélés is sikernek tekinthető, és a túléléshez felhasznált módszerek alapján érdemes különbséget tenni egyes cégcsoportok között – az elemzés során egy korábbi tanulmányban adott fogalmi keretet használunk: „A versenyképesség fogalmát ... tág értelemben használjuk, és első közelítésben az életben maradás képességeként definiáljuk. Meggyőződésünk ugyanis, hogy az 1980-as és 90-es évek fordulójának politikai-gazdasági változásai következtében, a piacok radikális szűkülésének, a tevékenységek gyors átrendeződése idején sikernek, a vállalati versenyképesség megőrzésének vagy újratermelésének tekinthető önmagában már az is, ha a cégeket nem sodorták el teljesen a felbomlás vagy a felszámolás hullámai. A nyitott, versenynek kitett gazdaságban a fennmaradás – hacsak nem folyamatos, nyílt vagy rejtett csatornákon áramló állami támogatásokon alapul – azt jelenti, hogy az érintett szervezet a piacon eladható termékeket gyárt, s bevételeiből fedezni tudja kiadásait, s így állja a konkurenciát. Kicsit szűkítve a definíciót, a versenyképesség úgy is megfogalmazható, mint a fenntartható működőképesség. A ‘fenntartható növekedés’ fogalmának analógiájára alkotott szókapcsolat arra utal, hogy a vállalkozás hosszabb ideig, normális piaci feltételek közepette folyamatos külső segítség nélkül tud tevékenykedni” (Voszka 1996.b. 74-75. oldal).

Mint Havas Attila korábban idézett megállapítása utalt rá, az így felfogott versenyképesség és a vállalati növekedés között nincs egy-egyértelmű megfeleltetés: a túlélés feltétele sokszor az egész cég tevékenységének átstrukturálása volt, ami gyakran a kapacitások és a létszám leépítését jelentette (Havas 1997. 2-3. oldal). Ezt a kérdést más esettanulmányok is érintették, és hasonló következtetésre jutottak: „A beruházások célja ebben az időszakban nem a kapacitások bővítése vagy a kibocsátás növelése volt. Ellenkezőleg, sokkal inkább a túlzott kapacitások leépítése, a kapacitások mennyiségi és minőségi jellemzői és a drasztikusan megváltozott kereslet közötti összhang megteremtése igényelt jelentős tőkeinjekciókat. A beruházások hatására ennek megfelelően nem feltétlenül a vállalati mérlegek tárgyi eszközök rovatértékei emelkedtek látványosan. A beruházások eredményeként bekövetkezett minőségi változás az eszközhatékonysági, termelékenységi és jövedelmezőségi mutatók javulását tükrözi” (Szalavetz, 1997. 1. oldal).

Egyetértve ezekkel a megközelítésekkel tanulmányunk abból indul ki, hogy a fenntartható működőképesség belső feltételeinek kialakítása, sőt a beruházás sem tükröződik feltétlenül a hagyományos növekedési mutatókban, a létszám vagy a befektetett eszközök értékének emelkedésében. Pontosabb jelzőnek látszik az 1990-es évek elejének magyar feltételei között a piaci részesedés megőrzése, növelése, illetve a különböző hatékonysági, termelékenységi mutatók alakulása. Nem feltétlenül igaz az állítás megfordítása, az sem, a növekedés minden jele a vállalat sikerére vagy versenyképességének javulására utal. Az 1980-as és 1990-es évek fordulóján ugyanis –

mosodák vagy az élelmiszer kiskereskedelem piacán. A versenyképességet azonban itt csak a belső piacon lehet értelmezni.

mint erre majd esettanulmányaink is több példát mutatnak – ez lehet a korábbi szocialista nagyvállalati bővülés folytatása, a stratégiát nélkülöző, hatékonyságot rontó terjeszkedés is.

Amit a növekedésről általában mondtunk, azt helytállónak tartjuk a növekedésnek arra a sajátos útjára, amely tanulmányunk tárgya: a külső befektetésekre is. A vállalati siker és a külső befektetések léte között sincs egy-egy értelmű megfeleltetés.

Egyfelől nem igaz az, hogy minden (bármilyen mércével mért) jó vállalatnak van külső befektetése. Ezt az állítást már az előző fejezetben ismertetett statisztikai elemzések is alátámasztották. A külső befektetések hiánya ugyanis legalább két különböző jelenséget takarhat. Az egyik az, hogy a vállalat éppen nincs növekedési periódusban. A másik, de feltételezéseink szerint legalább ilyen gyakori és fontos jelenség, hogy a cég másfajta növekedési stratégiát alkalmaz. Hangsúlyozni kell ugyanis, hogy részesedés szerzése más cégekben, illetve új vállalkozások alapítása a vállalati növekedésnek korántsem kizárólagos útja. Egy másik elterjedt módszerét kicsit leegyszerűsítve “...szerves, vagy belső növekedésnek nevezhetjük. Ebben az esetben egy adott vállalat a termelékenység javításával (új eljárások bevezetésével és/vagy további – a meglévő berendezésekkel azonos, vagy azoknál korszerűbb – gépek beállításával), illetve a létszám növelésével növeli kibocsátását. Általában nem változik meg alapvetően a vállalat szerkezete – legfeljebb új üzemeket, gyáregységeket illesztenek be a meglévők mellé – és a termékszerkezet sem” (Havas 1997.1. oldal). A szerves fejlődés határesetének tekinthetjük azt, ha egy cég a felvásárolt vállalatot teljes mértékben integrálja saját szervezetébe, tehát elkülönült jogi személyiségét megszünteti – ez a növekedés sem jelenik meg a mérlegekben befektetésként.

Másfelől azt sem állíthatjuk, hogy a külső befektetések léte minden esetben a vállalati siker mutatója volna. Egy részük ugyanis éppen a válság jele, a szervezet összehúzódásának, az adósságtörlesztéshez szükséges források megszerzésének útja. Másik részük lehet az 1980-as és 1990-es évek fordulóján kényszerből vagy szívességből vállalt befektetés, illetve olyan kevésbé átgondoltan megvásárolt érdekltség, amelyektől később a befektető akkor sem tudott megszabadulni, ha erre kísérleteket tett.

3.2. A vizsgált cégek és külső befektetéseik általános jellemzői

Mennyire tekinthető az általunk most vizsgált nyolc cég a fenti széles értelemben véve sikeres, versenyképes vállalatnak? A fenntartható működőképességet az 1990-es évek közepére mindegyikük elérte, de ugyancsak különböző utakon.

Egyikük egy saját bázisán építkező, az 1980-as évek végén az állami vagyon privatizálásától függetlenül létrehozott magáncég. A Béres Rt az 1990-es közepétől határozott növekedési pályára lépett. A második csoportba három korábban állami cég tartozik. A két közepes méretű, textil-, illetve

konzervipari vállalat a privatizációt megelőzően is a stabil helyzetű, nyereséges vállalat volt, a magánrészvényesek megjelenése csak erősítette ezt a pozíciót. A nagy, 1997 elején is többségi állami tulajdonban lévő cégek közül a MOL Rt, amely – főként tevékenységének sajátosságai következtében – külső segítség nélkül, sőt pótlólagos, a kormányzat egyedi döntéseivel kirótt terheket is viselve a vizsgált periódus majdnem mindegyik évében pozitív eredményt tudott felmutatni. A harmadik csoportba négy olyan állami vállalatot soroltunk, amelyek hosszabb-rövidebb időre válságba jutottak. A Videoton krízise a felszámolást követő privatizáció révén enyhült, s ez a befektetések átstrukturálásával, a termelési-szervezeti rendszer radikális átalakításával járt. A Hungarovin csak a külföldi magántulajdonos megjelenése után stabilizálódott, majd ezután néhány évvel lépett a terjeszkedés útjára. A Dunafer és a Rába közös jellemzője, hogy megrendült likviditási helyzetükön kormányzati segítséggel lettek úrrá, de ehhez a menedzsment aktivitása és a piacok viszonylag jó megtartása-újraépítése is hozzájárult. Az állami támogatás nem fordult folyamatos veszteségfinanszírozásba, azaz – úgy tűnik – kialakultak a fenntartható működőképesség feltételei.

L.sz. táblázat: A vizsgált cégek külső befektetéseinek néhány jellemzője

	Az összes külső befektetés száma (db)		A külső befektetések időpontja	A külső befektetéseknél alkalmazottak létszáma		Befektetések értéke / jegyzett tőke (%)		Részesedések eladása, tönkremenetele
	1990	1995		1990	1995	1990	1995	
Béres	0	5	1993, 1995, 1996	0	77,5	0	57,0 ¹	nem
Textilipar	3	6	1989–90, 1994–96	7,1 ³	9,1 ²	0,9	27,2	igen (-) ⁴
Glóbus	kb. 20 kicsi	3	1980-as évek	n.a.	n.a.	5,3	0,6	igen (-)
MOL	21	41	1988–91, 1993–95	n.a.	n.a.	~2,1	6,7	igen (+)
Videoton	5	5	1988–91, 1993–96	n.a.	n.a.	töredék	töredék	igen (-)
Hungarovin	0	1	1995	0	n.a.	0	33,3	nem
Dunaferr	20	21	1988–1995	n.a.	n.a.	3,3 (1988: 1%)	5,7	igen (-)
Rába	6	10 (1996: 8)	1985–86, 1990, 1993–96	6,1	68,5 ³	15,5	14,7 (1996: 21%)	igen (+)

Forrás: Esettanulmányok

¹ Befektetések / összes tőke (Rt. befektetések)

² Hiányos adatok

³ A befektetéseknél dolgozó összes létszám, a cég tulajdonhányadától függetlenül (pénzintézetek nélkül)

⁴ igen (-) = nem jelentős nagyságrend; igen (+) jelentős nagyságrend az összes befektetésekhez viszonyítva

Az összefoglaló adatok azt mutatják (12. táblázat), hogy 1990 és 1995 között a vizsgált vállalatok szinte mindegyikénél emelkedett a jegyzett tőke és az árbevétel, valamint az export részaránya a cég termelésében. A több helyütt negatív eredmény a legutóbbi években nyereségre változott, nem egyszer jelentős mértékű lett. Ugyanakkor jellemzően csökkent a létszám néhány száz vagy éppen néhány ezer fővel is.

Bár a kutatásba bevont cégek tevékenységének jellege, mérete és tulajdonosi szerkezete differenciált, a minta kicsinsége miatt természetesen nem állíthatjuk, hogy statisztikai értelemben reprezentálnák a magyar ipart. Mivel azonban külső befektetések mértéke, megszerzésük időpontja és motivációja a vállalati alapvonások eltéréseivel összefüggésben különböző, néhány karakterisztikus tendencia ebből az elemzésből is kirajzolódik.

A legkorábban induló cégek az 1980-as évek közepétől megkezdték külső érdekeltségek szerzését. 1990-ben két vállalkozásnak (Béres Rt., Hungarovin) nem volt befektetése, másutt a számuk a húszat is meghaladta (Dunaferr, MOL, Globus). Az időbeli dinamikát nézve azonban feltűnő, hogy a felfutást 1991-1992 táján ezekben az esetekben is rövid szünet szakította meg. (Ez alól egyedül a Dunaferr kivétel, ahol minden évben megjelent legalább egy-két új szerzemény.) 1995-től újabb nekilendülés jelei mutatkoznak. Empirikus kutatásunk idején a kutatásba bevont mindegyik cégnek volt külső érdekeltsége (A legfontosabb vonásokat a 13. táblázat mutatja be).

A vizsgált időszak két végpontja egy eset kivételével (Globus) között nőtt az érdekeltségek száma. Ez azonban nem jelent töretlen növekedést. Az összes befektetés körének gyarapodását sokszor a korábban megszerzett részvények, üzletrészek eladása, a tőke szándékos vagy kényszerű kivonása tarkította, ami a Rábánál és MOL-nál volt a legnagyobb jelentőségű.

Az érdekeltségek nagysága a jegyzett tőkéhez viszonyítva erősen szóródik. A mutató a Béres Rt.-nél a legmagasabb, s ez nemcsak a tőkére, hanem a foglalkoztatottak számára is érvényes. Jelentős a befektetések értéke a Hungarovinnél és a textilipari vállalatnál, mindkét esetben megközelítve az alaptőke egyharmadát. Az előbbinél egyetlen befektetésről van szó, s a súlypontot a textiliparban is – több kicsi érdekeltség mellett – egy nagy beruházás adja. A másik végletet a Globus és a Videoton képviseli, ahol 1995-96-ban is töredékes volt a befektetések értéke – de mindkét cég nagy ugrás előtt áll. Köztes helyet foglal el Rába, amely nagyvállalati létehez képest jelentős hányadú, a jegyzett tőke 15 százalékát megközelítő külső befektetéssel rendelkezik. A másik két nagy cégnek, a MOL-nak és a Dunaferrnek szám szerint sok érdekeltsége van ugyan, de összesített tőkéjük a vállalatóriások egészéhez viszonyítva nem meghatározó (6,7, illetve 5,7 százalék).

3.3. A külső befektetések típusai: az egyes cégek bemutatása az esettanulmányok alapján

A külső érdekeltségeket sokféle szempont szerint lehetne tipizálni, többek között a befektető cég helyzete, az érdekeltségek megszerzésének időpontja vagy dinamikája, a befektetések motivációja vagy a cégek életében játszott szerepe szerint. Elemzésünk ezt az utóbbi szempontot választotta, kombinálva az időbeli trend alakulásának metszetével.

A töretlen növekedés tiszta és felemás útja: a Béres Rt. és a Hungarovin esete

A Béres Rt. mintánkban a saját bázisán építkező magáncégeket képviseli.¹¹ A cég tulajdonosi szerkezetét tekintve lényegében családi vállalkozás. Az Rt. 1989-ben magyar-japán közös vállalként – a külföldiek kisebbségi tulajdonával – jött létre, miután alapítója akkor már több éve sikeres feltalálóként és saját termékei előállítójaként is ismert volt a magyar piacon. 1995-ben létrehozták a Béres Családi Vagyonkezelő Kft.-t a tulajdonosi jogok gyakorlására. Az üzletrészek 74 százaléka a családé, a maradék külföldi intézményi befektetők kezében van.

A Béres Rt.-nek a vizsgálatunk időpontjában öt külső befektetése volt. Közülük hármat 1993-ban szereztek, a másik kettőt 1995-ben és 1996-ban. Az első lépés az Irodaház Kft. megalakítása volt, amit főként egy szabályozási kiskapu kihasználása motivált: az üzletrészt ugyanis – szemben az ingatlannal – ugyanis nem terheli átírási illeték. A makrogazdasági szabályozás szerepet játszott a második leánytársaság létrehozásában is. Az Rt. gyógyszertárakat akart vásárolni. Patikát azonban csak magánszemély vagy olyan betéti társaság üzemeltethet, amelynek beltagja magánszemély, s legalább 25 százalékban tulajdonos is. A patika privatizációban a Béres Rt. csak mint a bt. kültagja szerepelhetett, és a működtetés jogi szabályozása képlékenynek, bizonytalannak látszott. Ezért nem akartak a vásárlásokban és az üzemeltetésben saját nevükön szerepelni. A szervezetileg elkülönített kft., amely 1996 végéig hat privatizált és öt újonnan épített gyógyszertár vagyonkezelője, ellátja a stratégiai irányítás feladatát és a teljes marketinget is.

Nyilvánvaló, hogy a patikák hálózatának kiépítése egyben vertikális terjeszkedés a kiskereskedelem felé. Ugyanebben az évben a kutatás-fejlesztésre összpontosító vállalkozási mag elindult a másik irányba, a termelőbázis megteremtése felé is. A Béres Rt termékeit bémunkában állította elő, de úgy ítélte meg, hogy ez túlságosan kockázatos, nehéz a speciális előállítás feltételeit megteremteni. Ezért már 1993-ban megalapították az Ipari Termelő Kft.-t., amelynek létrehozását az

¹¹ Az elemzés Fogarassy (1996) tanulmányára épül.

is sürgette, hogy ez volt az utolsó év, amikor a külföldiekkel létrehozott vegyes vállalatoknak – meghatározott tőkenagyság és külföldi tulajdonhányad esetén – automatikusan járt az adókedvezmény. A kft. az első évben még alig működött. 1995-ben azonban megvásárolták a Pharmasol Szolnok Megyei Gyógyszertári Központot. Ennek nagykereskedelmi részlegét azért kellett megvenni, mert a termelő kapacitások önállóan nem voltak eladók. 1996-ban a Béres Rt. megszerezte a Heves Megyei Gyógyszertári Központot is, mondván, hogy „Ha már beszállt a menedzsment a nagykereskedelmi tevékenységbe a Pharmasol Rt.-vel, akkor érdemes az ott befektetett energiát jobban kamatoztatni. A két azonos tevékenységgel foglalkozó vállalkozás üzemeltetése alig követel több munkát, mintha csak az egyiket működtetnék” (Fogarassy 1996. 10. oldal).

Noha 1996 őszén a nagykereskedelmi tevékenységet a Béres Rt. megkérdezett menedzserei még rövid távú befektetésnek tekintették, amelynek indokoltságáról nem is voltak egészen meggyőződve, egy azóta végrehajtott befektetés fényében az irányzat tartósabbnak látszik. A legutóbbi hírek szerint a részvénytársaság megvette a tulajdonos önkormányzatoktól Borsod-Abaúj-Zemplén megyei Gyógyszertári Központot is (Sz. B 1997).¹² A befektetés nagyságrendje megközelíti a Béres Rt. jegyzett tőkéjének nagyságát. Ebbe a nagy üzletbe, eltérően a korábbi vásárlásoktól, már nem is vágtak egyedül bele, hanem a Kvantum Bankkal konzorciumban szereztek 50-50 százalékos tulajdonrészt. Az összes korábbi külső befektetésnél a vásárlás forrása a saját tőke, a felhalmozott nyereség volt. A menedzsment, illetve a család fontosnak tartotta, sőt a tevékenység kiterjesztésének elsődleges okaként jelölte meg a keletkezett jövedelmek ésszerű befektetését: „A tulajdonosok nem akarták kivonni a nyereséget a cégből, viszont a meglévő termékek piaca véges volt, ezek termelését nem lehetett tovább bővíteni. Olyan tevékenységeket kellett keresni, amelyek szervesen kapcsolódnak az eddigiekhez, s a befektetett pénzt értelmesen hasznosítani lehet bennük” (Fogarassy 1996. 15. oldal).

Az érdekeltségek belső irányítási rendszere elsősorban a menedzserek megfelelő kiválasztásán, és az Rt., valamint a kft-k vezetőinek szoros személyes kapcsolatán alapul. Az esettanulmány és maguk a megkérdezettek is hangsúlyozták a közeli-baráti viszonyok jelentőségét a társaság működtetésében. A napi operatív irányítást – ami formálisan azon alapul, hogy a befektetésekben a részvénytársaságnak mindenhol többségi, esetenként kizárólagos tulajdona van – az érintettek közös döntésként fogják fel.

Összefoglalva úgy tűnik, hogy a Béres Rt. teljes vertikum megteremtésére törekszik, amely átfogja a kutatás-fejlesztést, a gyártást, a kis- és nagykereskedelmet. Erre azonban nem a hiány, a kooperáció nehézkessége indítja a céget, mint az elmúlt évtizedek szocialista vállalatait. A motivációk

¹² Az idézett cikkben még csak feltételesen említett vásárlás tényét Magyar Rádió Esti Krónikája 1997. február 14-én megerősítette.

között találtunk szabályozási elemeket (adók és illetékek mérséklése, adókedvezmények megszerzése, a privatizáció bizonytalanságaiból adódó kockázatok mérséklése). A legfontosabbnak a profit befektetése látszik, két irányba, a termelési bázis megteremtése és a közvetlen kereskedelmi kapcsolatok kiépítése felé. A befektetésekkel a Béres Rt. egy vagyonkezelő holding, pontosabban dupla holding szerkezet kiépítésének irányába tart: az Rt. a tulajdonosa a megszerzett kft.-knek, a kft.-k viszont maguk is több szervezeti egységet irányítanak.

A mintánkban szereplő másik cég, amelynek befektetési nulláról indulva visszaeséstől mentesen növekedtek, a Hungarovin.¹³ Ezt az esetet két okból tekintjük felemásnak. Egyrészt az állami cég önmagában korántsem volt sikervállalat – helyzetét csak az új külföldi részvényes megjelenése stabilizálta, s az érdekeltség megszerzésére is csak ezután került sor. Másrészt bár formálisan a Hungarovin szerzett érdekeltséget a Balatonboglári Borgazdasági Rt.-ben, a legutóbbi időszak szervezeti átrendeződései megerősítik azt a feltételezést, hogy ebben az esetben nem annyira a befektető cég, mint inkább a tulajdonos terjeszkedéséről van szó.

A Hungarovin Borgazdasági és Kereskedelmi Rt. az 1990-es évek elején komoly gondokkal küszködött, eladósodott, s 1992-ben több mint egymilliárd forintot – az alaptőke felét megközelítő – veszteséget mutatott ki. A gyengélkedő vállalatot 1992-ben vette meg a német Oetker-csoporthoz tartozó Henkell és Söhnlein cég, amely először csak egyszerű többséget szerzett, majd tőkeemeléssel 94 százalékos tulajdonhányadot. Ezzel egyben több mint kétmilliárd forintot hitel- és kamattehertől is megszabadította újonnan szerzett egységét.

Az ismert márkanevű, elsősorban üdítőitalt, bort és pezsgőt gyártó Balatonboglári Borgazdasági Rt. (BB) eladására korábban több kísérlet történt, de ez az eladósodott – viszont az adókonszolidációból éppen a már meghirdetett privatizációs pályázat miatt kihagyott – cég nem talált vevőre. A Hungarovin 1995-ben vásárolta meg a többségi, 51 százalékos tulajdonhányadát az Állami Vagyonügynökségtől, majd megvette az ÁVÜ és a dolgozók kezében lévő részvényeket is. A szindikátusi szerződés előírta az új tulajdonos számára a szőlőfelvásárlási szerződések megtartását, a márka védelmét, a BB társasági-jogi önállóságnak megtartását, az ésszerű mértékű termelés fenntartását 15 évre, és további beruházásokat. A privatizációhoz a Versenyhivatal előzetes hozzájárulására is szükség volt, mert a két cég együttes részesedése a pezsgőpiacon messze meghaladta az engedélyköteles 30 százalékot. A Versenyhivatal nem akadályozta meg a fúziót, arra hivatkozva, hogy „A privatizáció által biztosítható tőkeemelés nélkül a BB hamarosan tönkrement volna, ezért a meghatározó befolyásszerzés engedélyezése a pezsgőpiacon nem hoz kedvezőtlenebb versenyhelyzetet, mint ami annak megtagadása esetén alakult volna ki” (Szabó 8. oldal).

Az érdekeltség megszerzésének legfontosabb mozgatórugója a horizontális terjeszkedés, a piaci részesedés növelése, a vevő termékszerkezetének kiegészítése volt olcsóbb termékekkel. A cég

¹³ A most következő leírás Szabó (1996) tanulmányán alapul.

menedzsmentje még két szempontot említett: a pozíció erősítését a gyorsan koncentrálódó hazai élelmiszer kiskereskedelemmel szemben, továbbá a méretgazdaságosság előnyeinek kihasználását, azt a célkitűzést, hogy „közép-európai mércével is jelentős gyártóvá” váljanak (Szabó 1996. 9. oldal).

A befektetés nagyságrendje, bár csak egyetlen cégről van szó, valóban jelentős: a BB jegyzett tőkéje meghaladta a Hungarovin jegyzett tőkéjének egyharmadát. De voltaképpen kinek a terjeszkedéséről van szó? A magyar cég menedzsmentje szerint a vásárlás gondolatát ők vetették fel. „A kérdés csak az volt, hogy tartunk-e már ott, hogy megvásárolhassuk a BB-t” (Szabó 1996. 11. oldal). Az ezt megelőző évek ugyanis a Hungarovin pénzügyeinek rendbetételével, a termelés és az irányítási átalakításával teltek. A vezetők szerint a stabilizáció után megérett a helyzet a továbblépésre, s tulajdonosokkal ezt az értékelést sikerült elfogadtatni.

Az 1996 végén bevezetett belső szervezeti változtatás azonban arra utal, hogy nem a Hungarovin lépett a növekedés útjára. Tőkéje és a tevékenységi köre ugyanis nemhogy kiterjedt volna, hanem összezsugorodott. A tulajdonos Henkell cég felállított Magyarországon egy vagyongazdálkodási és irányító holdingot, s ide központosították a tőkét a Hungarovinból és a BB-ből is. „A kft végzi a beszerzést, az értékesítést, a készletezést, és itt hozzák a piacpolitikai döntéseket. A Hungarovin és a BB csak termelő tevékenységet végez, szerepük az irányítási struktúrában szimmetrikus, azaz egyenrangúak” (Szabó 1996. 11. oldal). Bár a vagyongazdálkodási ügyvezetésében helyet kapott mindkét magyar cég vezérigazgatója, a szervezeti felépítésből úgy tűnik, hogy az igazi, gazdálkodási funkciókkal felruházott vállalat a vagyongazdálkodó, s mind a befektető Hungarovin, mind a befektetés tárgya, a BB gyári-végrehajtó szerepbe kényszerült.

Ez a példa két fontos elemzési szempontra hívja fel a figyelmet. Az egyik a formális-jogi önállóság és a tényleges gazdálkodási hatáskör különbsége, azaz a befektetések valódi integráltságának lehetséges eltérései. A másik szempont az, hogy a külső befektetések elemzésénél érdemes megkülönböztetni a formálisan érdekeltséget szerző cég terjeszkedését és a vállalkozás tulajdonosának terjeszkedését. A Béres Rt. esetében egyértelműen a főtulajdonos érdekeltségeinek gyarapodásáról van szó, akkor is, ha – mondjuk – az újabb patikákat vagy gyógyszerészeti központokat egyik kft-je szerzi meg. A végeredményt, sőt a vagyongazdálkodó holding szervezési formáját tekintve is ehhez hasonló a Henkell részvétele a két privatizációs akcióban: a Hungarovin csak átmeneti-közvetítő szerepet játszott.

A feltételezést az is alátámasztja, hogy az élelmiszer-feldolgozásban – más iparágaktól eltérően – az új külföldi tulajdonosok terjeszkedése, mégpedig horizontális bővülése, a hasonló profilú cégek felvásárlása látszik jellemzőnek. Az esettanulmány szerint az általános eljárás az 1990-es évek első felében az volt, hogy „az iparágban közvetlenül még nem szereplő tulajdonos több piaci szereplőt vásárolt fel” (Szabó 1996. 2. oldal). Egy nem teljes lista a húsiparból és a baromfiiparból három-három, a tej-, gabona- és cukoriparból két-két példát sorol fel. Ezt a megoldást az indokolja,

hogyan a versenytörvény hatálya 1996 végéig nem terjed ki a Magyarországon be nem jegyzett cégekre. Így, ha formálisan is a külföldi, nem pedig egy hazai székhelyű vállalkozás volt a vevő, akkor az engedélykérést meg lehetett kerülni. A Hungarovin ritka esetében¹⁴ formálisan nem erről volt szó – végig is kellett járni a hivatali procedúrát –, de a tartalmi következmények hasonlóak lettek.

Nekirugaszkodás előtt: a textil-és konzervipari vállalat

A Hungarovintől eltérően mindkét ebbe a típusba sorolt cég¹⁵ a stabil helyzetű állami vállalatok közé tartozott.

A textilipari vállalat az esettanulmány szerint (Szalavetz 1997) kivételesen jól működött. Már az 1980-as években is a megfontolt, tudatosan építkező beruházási- és piacpolitika jellemezte, nem estek a könnyű állami pénz – nagy növekedés csapdájába, és nem engedtek a puha keleti piac csábításának sem. A marketingstratégiát a globális piaci jelenlét igénye, a vevőkhoz közeli értékesítési csatornák megteremtése, valamint a belföldi piaci részesedések növelésére törekvés jellemezte. „A vizsgált részvénytársaság már évtizedek óta a piacgazdasági módszereknek megfelelően gazdálkodik, vagyis a beruházás-igényes alkalmazkodási folyamatok nem a külföldi befektető tulajdonszerzését követően kezdődtek meg. A termelés minőségi paramétereinek javulása folyamatos és fokozatos, évtizedekre elnyúló volt... A jövedelmezőségi mutatók előjele mindvégig pozitív” (Szalavetz 1997. 7. oldal). Ezért az 1980-as évek végén nem kellett olyan típusú pénzügyi és piaci nehézségekkel szembenézniük, mint a magyar állami vállalatok többségének.

Mint az előbbi idézet is utal rá, a textilipari céget 1992-ben külföldi tulajdonosok, mégpedig a jó helyzetnek megfelelően pénzügyi befektetők vásárolták meg. A vállalatnak a privatizáció előtt már volt három kisebb külső befektetése – ezek közül egyet később beolvasztottak –, és azt követően a cég újabb három érdekeltségre tett szert.

A befektetések egyik iránya a termelési kapacitások kiterjesztése volt az 1980-as évek végén, ami a magyar textiliparban ugyancsak sajátos helyzetnek számított. Először bérvarrodát hoztak létre „a növekedés munkaerő-korlátainak áthidalása érdekében egy kis községben. Az egység kizárólag termelést végez, az Rt. a mai napig minden új tétel megrendelésekor mintavarrót, a helyi munkaerő betanítását végző szakembereket küld a varrodába” (Szalavetz 1997. 13. oldal). A másik kft. bérkonfekcionálást végez. Ezt már később, 1994-ben alapították mindössze egymillió forintos alaptőkével, felszámolásból vásárolva meg az eszközöket. A befektetések azonban nem fogják át a hasonló jellegű kapcsolatok teljes hálóját: a részvénytársaságnak ezen kívül még 6-10 bér munkát vállaló partnere van.

¹⁴ Szabó (1996) az élelmiszeriparban csak két másik példáról tud, a Pick-Herz fúzióról, valamint arról, hogy a Danon megvette a marcali túródesszert üzemet.

¹⁵ A textilipari vállalat vezetői elzárkóztak attól, hogy nevüket közölhessük.

Az érdekeltségek szerzésének másik iránya¹⁶ a kereskedelem. A vállalat először egy nagykereskedő kft. alapításában vett részt, amelynek társtulajdonosai a korábbi alkalmazottak voltak. A tevékenység kihelyezése, a kizárólagosság jogának megadása azonban nem bizonyult jó megoldásnak: a piaci információk áttételessé váltak. Az Rt. fokozatosan megvette a magánszemélyek üzletrészeit, és saját szervezetén belül ismét létrehozott egy nagykereskedelmi részleget, majd 1996 végén beolvasztotta az időközben két főre zsugorodott kft-t: a külső befektetésből belső tevékenység vált. Pillanatnyilag ugyancsak kevésbé jelentősnek látszik egy Ausztriában 1996-ban létesített befektető leányvállalat, amelynek célja a külkereskedelmet támogató befektetések szervezése és menedzselése, további kereskedelmi cégek alapítása.

Ezen a területen a legfontosabb lépés a kiskereskedelmi áruházlánc megteremtése volt 1995-től. A cég megvett egy két áruházat működtető kft-t, majd újabb egységeket apportált a szervezetbe, amely felelős üzemeltetésükért, a hálózat mennyiségi és minőségi fejlesztéséért. 1996 végére az áruházak száma hétre nőtt, forgalmuk 35-40 százalékát az Rt. termékei adják. Kétszeri emelés után a kft. alaptőkéje elérte a 260 millió forintot. Ez az a nagy tétel, amely a textilipari céget az előző típusban említett két vállalkozáshoz közelíti: a külső befektetések száma nem emelkedett ugyan ugrásszerűen, de a tőkéjük nagysága igen.

A textilipari cégnél is jól elkülönül a befektetések három periódusa. Az egyik – laposabb – hullám 1989-90-ben indult, majd kisebb visszalépések következtek. A jelentős felfutás kezdete 1995 – a vége még nem látható.

A piaci kapcsolatok erősítésén kívül ugyanis a sikeres társaság nem tett le a termelési kapacitások növeléséről sem. Évek óta keresnek egy jó gyártási- és szakmakultúrával rendelkező céget, amelynek esetleg csak értékesítési nehézségei vannak – az Rt. ugyanis tudná hozni a piacot. Próbálkoztak azzal is, hogy az államtól vásároljanak, de sikertelenül. „A cég néhány évvel korábban pályázott az egyik kis hazai versenytárs privatizációjára a belföldi piaci részarány növelése érdekében. A Versenyhivatal megakadályozta a felvásárlást. ... Elvileg a két kis versenytárs kizorítható lenne a hazai piacról, amennyiben az Rt. nem vállalná a függönyök kikészítését. Az eddigi költség-haszon elemzések azonban azt mutatják, hogy az Rt. számára ilyen módon nem érné meg a piaci terjeszkedés” (Szalavetz 1997. 6. oldal). Nem biztos, hogy ez az utólagos értékelés nem a „savanyú a szőlő” effektust tükrözi-e. Mindenesetre több más potenciális partnert is átvilágítottak. Szakértőik “hónapokat töltöttek a felvásárolni kívánt cégnél működésük, gazdálkodásuk jobb megismerése érdekében. A jelöltek közül volt olyan cég is, ahol az elutasítás egyik legfőbb indoka az volt, hogy olyan mértékű pótlólagos beruházásra lenne szükség ahhoz, hogy a felvásárolt cég működési környezetét hasonlatossá tegyék az Rt. gazdálkodási kultúrájához, hogy még a viszonylag olcsó vételár mellett sem érte meg vállalni az integrációs költségeket...A vizsgált szempontok közül

¹⁶ A két kicsi néhány fős tanácsadó, illetve szállítmányozási cégen kívül.

igen lényeges az a kérdés is, hogy mekkora működő tőkére van szükség a megszerzett gyár működtetéséhez, mekkora pótlólagos ráfordítást igényel a cég integrálása a részvénytársaságba. A részvénytársaság tulajdonosai tisztában vannak az akvizíció rövid távú kedvezőtlen, a likviditási terheket növelő, osztalékot csökkentő hatásával” (Szalavetz 1997.16. oldal). Ugyanakkor a növekedés a piaci kapcsolatokon és a termelés felfuttatásán azért is fontos a cégnek, hogy elérje a tőzsdére kerüléshez szükséges nagyságrendet.¹⁷

Ha sikerülne a terjeszkedés, akkor is kérdéses volna annak módszere. A teljes integrációról vagy a jogi személyiség fenntartásáról a menedzsment véleménye szerint partner földrajzi elhelyezkedésétől, kapacitásától és profiljától függően érdemes határozni. (Mindenképpen ragaszkodnak azonban a többségi tulajdonhányadhoz.) E döntés következtében lényegesen megváltozhat a befektetéseknek a jegyzett tőkéhez viszonyított aránya. Ha a termelő egység önálló kft lesz, akkor a befektetések részaránya jelentősen megnő, ha viszont a teljes integráció útjára lépnek, akkor az érdekeltségek nagyságrendje egy csapásra visszaesik, mert az alaptőke felugrik, miközben a külső befektetések jó esetben változatlanok maradnak.

Bizonyos szempontból hasonló utat jár a Globus Konzervgyár is. Eddig a külső befektetések leépítése volt a jellemző tendencia, de a nekirugaszkodás első jelei itt is világosan látszanak¹⁸.

A vizsgált vállalat szakágazatában szintén jó cégnek számít, bár a magyar ipar egészét tekintve valószínűleg nem annyira kiemelkedő, mint a textilipari vállalat. „A Globus volt az egyetlen állami konzervipari vállalat, amelynek helyzete az átmenet során, a KGST piac elvesztése idején sem rendült meg. A keleti export aránya az árbevételben a nyolcvanas évek végén nem érte el a tíz százalékot sem” (Szabó 1996. 15. oldal). A belföldi kereslet csökkenése, illetve a fogyasztói ízlés változása azonban a Globusnak is gondokat okozott, de a cég létszáma csak kevéssel csökkent, és mindvégig meg tudta őrizni nyereségességét. Igaz, 1995-ben ehhez hozzájárult egy gyártósor berendezéseinek eladása is.

A Globus menedzsmentje a textilipari vállalathoz hasonlóan első lépésben el tudta kerülni a szakmai befektető megjelenését. Azon kevés cégek közé tartozott, amelyeket az Állami Vagyonügynökség a tőzsdén keresztül privatizált már 1993-ban. Az eladás során 25 külföldi befektetőkhöz került a részvények 45, majd 60 százaléka, de egyikük sem szerzett meghatározó befolyást. A kilencezer hazai kisbefektető közül pedig mintegy kétezren gyorsan meg is váltak részesedésüktől. Ez a szétaprózott tulajdonosi szerkezet 1996 elején lényegesen megváltozott. A Német GBT nevű cég szerezte meg a Globus részvényeinek több mint 50 százalékát. (Az új befektető egy vadúzi bejegyzésű korporáció, valamint a vállalat addigi felügyelőbizottsági elnökének cége és annak magyarországi leányvállalata.) A határozott, jól megszemélyesített, valószínűleg inkább

¹⁷ A cég részvényeit egyébként nemrégiben bevezették a tőzsdére.

¹⁸ A Globus-esetet Szabó (1996) alapján ismertetjük.

szakmai befektetőknek nevezhető tulajdonos változásokat indított el a Globus növekedési stratégiájában is.

Az rt. külső befektetései ugyanis az elmúlt években egyirányúan és meredeken csökkentek. „A nyolcvanas években a cég még számos, de értékben nem jelentős külső befektetéssel rendelkezett, amelyek a biztonságos és megfelelő minőségű alapanyag-ellátást szolgálták” (Szabó 1996. 16. oldal). A zöldségtermelési rendszerekben mezőgazdasági szövetkezetekkel és állami gazdaságokkal társultak, amelyek jórészt tönkrementek, s ezzel maguk a rendszerek is megszűntek. Hiányukat a konzervgyár ma is érzi. Amikor az 1990-es években csődbe ment a korábbi tröszt koordinációs feladatainak ellátására létrehozott Konzervipari Közös Vállalat, a Globusnak mintegy 12 millió forintja veszett oda. Életképtelenné bizonyult egy értékesítésre létrehozott San-franciscoi importőr cég is. A leépítés jele volt – bár nem a külső befektetések körébe tartozott – a dobozgyártó kapacitás korábban említett eladása, amivel a hagyományos önellátás egyik szegmensét adták fel. A multinacionális dobozgyártó cégek megjelenése a magyar piacon versenyképtelenné tette ezt a tevékenységet, ugyanakkor az értékesítéssel a Globus finanszírozási gondjain is enyhíteni tudott.

Mindennek hatására az évtized elején még a jegyzett tőke öt százalékát meghaladó befektetések értéke 1995-ig egy százalék alá süllyedt. Ekkor a Globusnak már csak három üzletláncban volt érdekeltsége, de ezek is inkább kényszer szülte – szívésségi befektetések, amelyek adósság-részvény csere révén kerültek a cég portfóliójába. Szerepük az eladásokban marginális.

A befektetések csökkenő száma és jelentősége tehát azzal magyarázható, hogy a régebbiek tönkrementek, miközben a újak nem alakultak. Ennek fő oka pedig az, hogy „Tartósan nincsen befektetésre váró tőkéje a vállalatnak. Az időlegesen szabad eszközöket rövid lejáratú értékpapírokban, nem pedig részvényekben tartják” (Szabó 1996. 18. oldal). A tőkehiány azonban nem abszolút, az 1990-es években a beruházások nem álltak le, csak éppen nem a külső terjeszkedést szolgálták. A cég nagymértékű technológiai fejlesztéseket valósított meg, és forgóeszköz-hiteleket váltott ki a likviditás javítása érdekében. „Úgy is fogalmazhatunk, hogy 1995-ig a vállalat rendbetétele volt a feladat, s a külső befektetések 1996-ban kerültek napirendre” (Szabó 1996. 18. oldal).

A Globus tehát, ha viszonylag kis léptékben is, a befektetéseknek azt az állami vállalatokra jellemző típusát mutatja, amelynek fő vonása a korábbi érdekeltségek leépülése, a vállalat belső átalakítására összpontosító időszak beiktatása. A cég most áll a külső befektetések újabb periódusának küszöbén. Ezt egyfelől lehetővé teszi a stabilizálódott helyzet, másfelől ösztönzi a nemrégiben megjelent többségi részvényes, aki – talán a menedzsment indokolt vagy kevésbé indokolt óvatosságát is legyőzve – terjeszkedni kíván. „Az új tulajdonos határozottan expanzió-párti, amit a beduguló belföldi piacok szükségessé is tesznek. Nagy kérdés azonban, külföldön lesz-e felvevő piaca a többlettermelésnek” (Szabó 1996. 18. oldal).

1997 elején nyilvánosságra hozták, hogy a Globus hamarosan megvásárol egy brandenburgi konzervgyárat, a orosz és ukrán piacokhoz pedig egy beregszászi konzervgyár 60 százalékos pakettjének megvásárlásával szeretnének közelebb jutni. A legfontosabb indíték mindkét esetben a piacvédelem kikerülése, a keleti terjeszkedésnél pedig emellett az olcsó munkaerő foglalkoztatása. A további terjeszkedésre is vannak tervek. Az elmúlt hónapokban a sajtó is írt arról, hogy a konzervipari vállalat a zöldség- és gyümölcsfeldolgozás irányába akarja bővíteni termékskáláját. Mivel a budapesti gyár szűk telephelyét nehezen lehet, és a nyersanyagforrások távolsága miatt nem is érdemes fejleszteni, ezért más hazai üzemek megvételére gondoltak – szóba jött a nagyatádi és a nagykőrösi konzervgyár is.

A Globus befektetési stratégiája tehát egyértelműen a termelési kapacitások és ezzel együtt a piaci lehetőségek bővítése – túl azt országhatárokon. Az érdekeltségek szerzése, mégpedig az élelmiszeriparban jellegzetes horizontális bővülés a költségek leszorítása mellett alkalmas a piacvédelmi korlátok átlépésére is.

Befektetés és kivonulás mint a válságkezelés útja: a Videoton és a Rába

A Videoton esete több szálon is kapcsolódik az előző típushoz: az 1990-es évek elején a cég leépítette korábbi befektetési nagy részét, és most áll – legalábbis a tulajdonosok elgondolása szerint – a nagy ugrás küszöbén. Megkülönbözteti viszont a textilipari vállalatától és a Glóbustól a válság mélysége, továbbá az, hogy az érdekeltségek létrehozásának és megszüntetésének alapvető jelentősége volt a társaság sorsának alakulásában. Ez az egyik jellegzetesség, amiért a nála jobb helyzetből induló Rábával egy csoportba soroltuk.

A Rába és a Videoton másik fontos közös vonása a megtett lépések formai hasonlósága: mindkét cég csarnokokat, épületeket vitt be vegyes vállalatba, illetve ajánlott fel külföldi partnereknek hasznosításra, így stabilizálva a cég helyzetét. Lényeges eltérés azonban a befektetések jellege szempontjából, hogy a Videoton ezt a cég korábbi belső egységeire építve valósította meg, s az esetek többségében csak bérbe adta az ingatlanokat. A termelési kapcsolatok erősebbek, hosszabb távra tervezettek, és az árbevétel jelentős részét ezek a régi-új cégek hozzák. Ezzel szemben a Rába más célra épült, de vadonatúj csarnokokat hasznosított, s eleve rövid távra tervezte az érdekeltségek megtartását. Míg az elektronikai cégnél a működtetés, a járműiparban a részvények eladása szilárdította meg a pénzügyi helyzetet.

A Videoton válsága korai és mély volt. Szocialista nagyvállalatként erőteljes növekedési stratégiát folytatott, de ennek fő útját nem az akkoriban szokásos beolvasztások, hanem a gyárkapun belüli beruházások jelentették. A központi fejlesztési programokból, állami alapjuttatásból és kedvezményes hitelekkel finanszírozott terjeszkedés miatt a politikai és piaci változások eladósodott helyzetben találták a céget, s a törlesztésre az értékesítésben domináló keleti és hazai piac

összeomlása, a nyugati import felszabadítása után nem volt remény. Több sikertelen privatizációs kísérlet után¹⁹ 1992-ben felszámolásból – adósságok nélkül – vette meg a céget a Magyar Hitelbank vezette konzorcium. A menedzsment jogokat a három résztulajdonos magánszemély kapta meg.

A nagyvállalat korábban, 1988 és 1991 között 26 társaságot alapított. Közülük külső érdekeltségnek csak négyet tekinthetünk, amelyek töredékét adták a vállalat akkor még közel 20 milliárdos vagyonának és majdnem 20 ezres létszámának. A kft-k többsége belső befektetés volt: a vállalat az 1980-as évek végén – noha a vagyon nagy része egyetlen társaságban, a Videoton Ipari Rt.-ben összpontosult – megindult a társaságok halmazára bomlás útján. Ezt a folyamatot akasztotta meg a tulajdonosváltás. Amikor az új részvényesek átvették a Videotont, radikálisan szűkítették a befektetések számát. 1992-ben mindössze nyolc társaság tartozott a holdinghoz.

A cég tulajdonos-menedzserei a működés stabilizálásának három alappilléret jelölték ki²⁰: a saját márkanéven megjelenő termékek gyártását, az ipari park kiépítését – amelyben a kiürített épületeket a külföldi partnerek igényei szerint felújítják, bérbe adják, és infrastrukturális szolgáltatást nyújtanak az üzemeltetéshez –, valamint az alvállalkozói (subcontracting) tevékenységet. 1996-ra az árbevétel nagy részét, 55 százalékát ez az utolsóként említett tevékenységi kör adta, a létszámnak közel 70 százalékát foglalkoztatva.

A stratégia szerves része volt az a belső átalakítás, amely alkalmassá tette a termelő egységeket a bekapcsolódásra a nemzetközi nagyvállalatok hálózatába. „A stabilizációnak szentelt években először szigorú fogyókúrán esett át a Videoton. Felszámolták vagy eladták az életképtelennek ítélt termelő részlegeket. A megmaradt részlegek is átalakultak, esetenként többször is, attól függően, hogy milyen tevékenységgel, milyen szervezeti formában lehetett életben tartani azokat. Az átalakulás legtöbb esetben akár új vállalat alapításának is tekinthető, hiszen az épületeket alaposan felújították, a gépek többségét lecserélték, új vezetőket neveztek ki, akik új termékek és termelési eljárások bevezetését irányították, hogy az új piacokon megállja helyét az átalakított szervezet” (Havas 1997. 14. oldal).

Ezek a lépések nehezen sorolhatók be a külső és belső befektetések dichotom kategóriájába. Az esettanulmány szerzője szerint átmeneti formák, hiszen többnyire a korábbi Videoton-részlegekből alakultak, de teljesen vagy nagy részben új tevékenységbe kezdtek. Néhány példa. Egy piacát veszített hadiipari profilú gyárat több részre bontottak, amelyek közül az egyik ma járműipari alkatrészeket gyárt. Az Elektromechanikai Kft az 1990-es évek közepére már kizárólag a Philips cégnek szállít nyomtatott áramköröket és transzformátorokat – ilyen termékeket korábban nem állítottak elő. A Televíziógyár késztermékek helyett mindinkább részegységek szállítójává vált egy japán-német cég alvállalkozójaként. Régi épületekben, nagy beruházással átalakított raktárakban vadonatúj termékeket

¹⁹ Részleteket lásd Voszka (1995) és Havas (1996).

²⁰ Innen a leírás Havas (1997) tanulmányára épül.

– kábelkonfekcionálást – vezettek be az enyingi és a veszprémi gyárban. Az utóbbi befektetési típus leglátványosabb esete az IBM-beruházás. A Videoton vadonatúj csarnokot épített fel a világcég megrendelésére, az IBM garanciájával felvett hitelből. Az amerikai partner az épületet bérlti az ipari parktól, a berendezéseket ő maga hozta, és az új társaságnak kizárólagos tulajdonosa. Ugyanakkor az egyik Videoton-céggel közösen gyártják a merevlemezek író-olvasó fejét.

Az IBM-beruházás is mutatja a növekedés egyik fontos jellegzetességét: a menedzsment 1992 óta óvakodott attól, hogy a céget korábban válságba sodró adósság-csapdába beleessen. A fejlesztéseket a vegyes vállalatok társtulajdonosainak tőkéből, a felújításokat és építkezéseket pedig többnyire a partner multinacionális vállalatok által garantált, az általuk fizetett bérleti díjából törlesztendő kölcsönökből finanszírozták. (Néhány évvel ezelőtt persze e nélkül nehéz is lett volna hitelező bankot találnia a még bizonytalan helyzetű Videotonnak.)

A befektetések e köztes-átmeneti formáit tartalmilag inkább a külső érdekeltségek fogalmkörébe sorolhatjuk. Nagyságrendje és újdonsága miatt mindenképp említést érdemel ebben a sorban az Ikarus-kísérlet is, bár az általunk használt definícióba ez az eset is nehezen illeszthető bele. A Videoton elnök-vezérigazgatóját 1996-ban az állami vagyonkezelő kinevezte az Ikarus Rt. Igazgatóságának élére, széles hatáskört adva neki a válságos helyzetű cég átstrukturálására. Az első látványos intézkedés az autóbuszgyár teljes vezérkarának lecserélése volt – a Videoton korábbi kulcsembereire.

Első pillantásra úgy tűnik, hogy itt nem a Videoton, hanem a fő részvényes, valamint a kipróbált társtulajdonos-menedzseri csapat terjeszkedik, ráadásul nem is tulajdonhoz, hanem irányítási jogokhoz jutottak. (De ne feledjük, hasonlóképpen indult a Videoton privatizációja is öt évvel azelőtt.) Nyilvánvaló azonban, hogy ha az új vezetésnek sikerülne az Ikarus talpra állítása, s még részvényesekké is válnának, akkor sem egyszerűen pénzügyi-tulajdonosi integrálásról lenne szó. A Videoton és az Ikarus termelése és értékesítése több ponton összekapcsolódhatna, elég csak a Videotonban felfutó járműipari alkatrész-gyártásra vagy a korábban mindkét cég számára létfontosságú keleti piacok visszaszerzésére utalni.

A tanulmányunk által adott definíció szűkebb körébe a Videotonnak csak három új cége tartozik²¹. Az egyik tulajdonképpen egy korábbi belső társaság visszavásárlása. 1990-ben alakult meg a nagyvállalat szerszámgépgyártó részlegéből a Precíziós Szerszámgépipari Kft.-t, mindössze 7,5 millió forintos törzstőkével száz százalékos dolgozói tulajdonban. A cég nem bizonyult életképesnek, a holding 1993 végén megvette az üzletrészeket. Ezen kívül a Videoton felszámolásból megvásárolta régi hadiipari beszállítójának, a Mechlornak az eszközeit, főként azért, hogy a 80-90 tapasztalt, speciális szaktudású mérnököt tovább foglalkoztassák, s így javítsák az esélyt újabb hadiipari

²¹ Ezekhez csatlakozik a Pannon GSM-ben 1993-ban szerzett kismértékű részesedés, továbbá egy korábban alapított szállítmányozási cég üzletrészeinek megtartása. Ezekről azonban nincsenek közelebbi információink.

megrendelések elnyerésére. Végül holding a 1996 elején megszerezte a Tungstam kaposvári gyárát, amelyet a General Electric – privatizáció után önállósítottak. Ebben az időközben alaposan lefogyasztott cégben szerszámgyártás folyik a Videoton megrendelésére.

A szűkebb értelemben vett külső befektetések fő iránya tehát a korábbi beszállítók megmentése, életben tartása, illetve új szoros kooperációs kapcsolatok kiépítése. Ezek az érdekeltségek azonban jelentőségüket, tőkenagyságukat nézve periférikusak a Videoton tevékenységében. A folyamatot azonban a cég időközben többségi tulajdonossá vált menedzsmentje korántsem tartja lezártnak. A kérdés fontosságára utal, 1996-ban átfogó, formalizált rendszert dolgoztak ki a megszerzendő cégek átvilágítására, az értékelésre és a döntéshozatalra. S a cégvezetés nemcsak egy-egy újabb társasággal szeretné bővíteni a portfóliót, hanem ennél nagyobb léptékű tervei is vannak a további terjeszkedésre.

Az egyik elgondolás az ipari park koncepció továbbvitele, térbeli kiterjesztése volna, először a Duna vonalát átlépve Kelet-Magyarországra, később a határokon túlra, Erdélyen, Ukrajnán, Törökországon át a déli FÁK országok felé. A vezérigazgató víziója szerint ez a hagyományos keleti kereskedelem útvonalának újraépítése lenne. „Arra számítanak, hogy az eddigi tapasztalataik – kihasználatlan, többé-kevésbé lepusztult épületek felújítása és az infrastruktúra fejlesztése a korszerű termelési folyamatok követelményeinek megfelelően, befektetők felkutatása, technológiai fejlesztések, termelésirányítás, minőségbiztosítás, karbantartás stb. – felhasználásával, másoknál olcsóbban és gyorsabb hoznának létre, illetve hatékonyabban működtetnének ipari parkokat... és meglévő nyugati kapcsolatok révén megrendelésekhez juttatnák a parkokba települő magyar vállalatokat” (Havas 1997.19. oldal). A terv azon alapul, hogy a multinacionális cégek nem szívesen vállalják a keleti országok még nagyobb politikai és gazdasági kockázatát, s nehezen boldogulnának a számukra ismeretlen körülmények között. A Videoton be tudná tölteni a sokat hangoztatott, de igazából soha meg nem valósított híd szerepet nyugat és kelet között.

A növekedési stratégia másik ága az alvállalkozók, bedolgozók széles hálózatának kiépítése. „Ezzel egyrészt ki lehetne váltani a mai alkatrészimport többségét, másrészt az ipari parkok várfalán túl is terjednének a korszerű termelési eljárások, s több ezer kis- és középméretű vállalkozás vezetői és munkásai tanulnák meg, hogyan lehet teljesíteni a nyugati megrendelők igényeit” (Havas 1997. 20. oldal). A vezérigazgató egy korábbi beszélgetés alkalmával ezt részletesebben is kifejtette: “‘Azt mondanám az embereknek, hogy vigyék haza a gépüket, állítsák be a szűzbe, és csak a készterméket hozzák be a vállalathoz. Én adom az anyagot, az alkatrészeket, ők csak összeállítják, de megspórolják nekem így a rezsiköltségeket’- mondta a vezérigazgató. Ez a garancia rendszer kiterjesztését is jelentené, hiszen ahogy a Videoton a multiktól kap garanciát, ugyanúgy vállalhatna – részben ebből, részben más forrásokból – kezességet a kisvállalkozások hitelfelvételeihez. Vagyis az új ‘nagy ötlet’ lényegében a Videoton piaci és finanszírozási modelljének alkalmazása kisvállalkozásokra. Ha ezzel a

módszerrel ki tudják váltani a nyugati beszállítás jelentős részét, akkor a termelési érték akár 100 milliárdra is felmehet, és közel százezer embernek tudnának munkát adni” (Voszka 1995. 77-78.oldal).

A messzire tekintő tervek ma még csak papíron léteznek. Megvalósításukhoz a holding a magyar és a környező országok kormányainak támogatását várja²². A Videoton 1996 végéig nem növelte látványosan szűkebb értelemben vett külső befektetéseit, hanem inkább leépítette a régi társaságokat, átstrukturálta belső működését, s ennek során átmeneti befektetési formákat alkalmazott. Lehet, hogy a stabilizálódott helyzetű nagyvállalat most ért el arra a pontra, hogy beindítson egy új, nagyobb léptékű növekedési szakaszt.

De miért is kell egy éppen csak megszilárdult piaci és pénzügyi helyzetben lévő szervezetnek terjeszkednie? A tulajdonosok és a menedzsment számára a siker egyik fontos mutatója – a nemzetközi termelési-értékesítési hálózatokba való bekapcsolódás mellett – a növekedés, ezen belül is az alkalmazottak számának emelkedése. A foglalkoztatás mind a helyi társadalomban, mind a tágabb gazdasági-politikai környezetben kiemelkedő értékelési szempont. Ehhez járulnak a belső mozgatórugók: „Én megalomán vagyok” – mondja önironikusan Széles Gábor, aki már a Videoton megvásárlása után néhány hónappal felhívta a nyilvánosság figyelmét arra, hogy a vállalatcsoport a Műszertechnikával együtt a magyar ipar termelésének öt százalékát adja. Terjeszkedésre nemcsak a cég első emberének céljai predesztinálják a vállalkozást, hanem – legalábbis az ő véleménye szerint – a beosztott vezetők is. ‘Mindenki arra felé hajt engem is, hogy bővüljünk, növekedjünk. Ha én most azt mondanám a fiúknak, hogy menjetek el szabadságra, hagyjátok itt a céget, majd csak működik valahogy, akkor azt hinnék, megbolondultam’” (Voszka 1995. 70. oldal).

A Videoton régi és új vezetéséhez hasonlóan “megalomán” volt a tervgazdaság évtizedeiben a Rába Magyar Vagon és Gépgyár is. A terjeszkedés fő útja itt – a központi pénzekből finanszírozott járműgyártási központi fejlesztési program mellett – tíz kisebb-nagyobb gyár beolvasztása volt az 1960-as és 1970-es évtizedben, amelynek nyomán a kiszolgáló, bedolgozó egységek is az átfogó vertikumba szerveződtek. A járműipari cégnek sok más gépipari nagyvállalathoz hasonlóan volt például öntödéje, szerszámkészítő- és TMK üzeme. Ezt a cég egyik mai vezetője is „részben természetellenesen létrehozott nagy szervezetnek nevezte, s logikusnak tartotta a részleges lebontást. Ez utóbbi tulajdonképpen két jelentősebb adminisztratív leválásban öltött testet. A mosonmagyaróvári, s a főként mezőgazdasági gépeket gyártó szentgotthárdi gyárat választották le állami döntéssel 1989-90-ben”²³. A lépés teljes profilokat is elvitt a Rábától, s ezzel „megfordult a

²² Ennek egyik eleme lehet a nemrégiben meghirdetett háttérpar fejlesztő program, amelynek két fő területe éppen a járműipar és az elektronika. Így nem meglepő a hír: “A program megvalósításában jelentős támogatást nyújthat a Széles Gábor vezette Gyáriparosok Országos Szövetsége, amellyel a közelmúltban állapodtak meg az Ipari, Kereskedelmi és Idegenforgalmi Minisztérium vezetői” (H.L.1997).

²³ Az elemzés Szerencsi - Szikszai tanulmányára épül, amelyet két változatban, részben interjú formában (1996.a), részben pedig egy összefoglaló tanulmányban (1996.b) közöltek.

korábbi horizontális növekedési stratégia, amelynek során új termékeket hoztunk be, s megpróbáltuk megszerezni annak a magyarországi legjobb szakértőt, s ezt azoknál gyártattuk" (Szerencsi-Szikszai. 1996.a. 2. oldal).

A Rába az 1980-as és 1990-es évek fordulóján a korábbi nagyberuházásokból eredő eladósodottság, továbbá a KGST szállítások leállításai miatt komoly likviditási és piaci problémákkal küzdött, három év alatt mintegy 3,5 milliárd forint veszteséget halmozott fel. 1993-tól azonban részben közvetett, részben közvetlen kormányzati segítség, továbbá a vállalati menedzsment aktivitása révén a cég elkezdett kilábalni a bajból, s fokozatosan stabilizálta helyzetét. A közvetlen állami fellépést az úgynevezett „piszkos tizenhárom” közé sorolás jelentette. Az újraelosztásnak ebben az intézményes keretében a Rába viszonylag kicsi könnyebbséghez jutott – adósságait nem engedték el-, és a vállalatvezetés nem is fogadta kitörő örömmel, inkább tehernek érezte a beavatkozást. Ennél fontosabbnak bizonyult a közvetett állami segítség: a vállalat engedélyt kapott az állami tulajdonostól arra, hogy egyes részlegeit, ingatlanait maga hasznosítsa, s a befolyó pénzt tartozásainak törlesztésére fordíthassa. (Ez egyedi – noha a nagyvállalati körben nem egyedülálló – kedvezménynek számít, hiszen “felesleges” eszközöket, gyárat el lehetett vonni a gazdálkodó szervezetektől, a privatizációs bevételek pedig főszabályként az államot illetik.) Így a befektetések létrehozása, majd értékesítése a cég sorsának alakulásában perdöntő szerepet játszott, ha más módon is, mint a Videotonnál.

A Rába sok más nagyvállalattól, köztük az előbb bemutatott elektronikai cégtől eltérően nem lépett a társaságok halmazára bomlás útjára, azaz az 1980-as évek végén alig voltak belső befektetései. Ennek fő oka a korábban kirívóan erős irányítási központosítás, a belső termelési kapcsolatokban is integrált nagyvállalati szervezet öröksége lehetett. A külső érdekeltségek nagyságrendje azonban már ekkor is viszonylag magas volt, elérte a jegyzett tőke 13-15 százalékát. 1990-re a kisebb, elsősorban szívességből vagy az információhoz jutás érdekében szerzett befektetések (Gépipari Fejlesztő és Tervező Kft., két állami bank) mellett két termelő cégbe is betársultak. Az időszak témánk szempontjából legfontosabb lépése az Opel Magyarországi Járműgyártó Kft.-ben szerzett 20 százalékos részesedés²⁴.

A Rába 1989-ben kezdett el tárgyalni az Opel tulajdonosával, a General Motorssal (GM) arról, hogy a Szentgotthárdon a mezőgazdasági gépek szovjet exportjának bővítésére épített, de még üzembe sem helyezett csarnok apportjával vegyes vállalatot alapítsanak. “A Rábát elsősorban az

²⁴ A másik kis mértékű befektetés volt: 16 millió forintnyi hozzájárulással az Agrárfejlesztő és Kereskedelmi Részvénytársaságban szereztek érdekeltséget azért, hogy a mezőgazdasági termelőeszközök forgalmazásában, alkatrészellátásában részt vegyenek. Volt ebben az időszakban a Rábának egy másik vegyes vállalata is Szombathelyen, amelyet a német BPW céggel alapított. Az Opel-ügyletnek hasonlóan a magyar fél egy csarnokot vitt be apportként, ezzel 25 százalékos részesedést szerezve. Ezt az átmeneti formának tekinthető befektetést az esettanulmány szerzői azért nem sorolták a külső befektetések közé, mert itt nem vadonatúj termék meghonosításáról volt szó, hanem a Rába fő tevékenységéhez szorosan kapcsolódó pótkocsi gyártásról. Ez a befektetés ma is szerepel cég portfóliójában.

motiválta, hogy megpróbálja ezeket a létesítményeket úgy hasznosítani, hogy legalább a befektetett összegeket kivegye ebből a gyárból, akár úgy, hogy saját terméket visz be oda – ez a piaci lehetőségek megszűnésével lehetetlen volt – akár pedig úgy, ami mellett döntöttünk, hogy megpróbáljunk olyan tárgyalásokat kezdeményezni, amivel új termékeket hoznak ide Magyarországra még akkor is, ha a Rába ebben nem, vagy csak kismértékben részesedik. ... Ezt, hangsúlyozom, nem az a törekvés motiválta, hogy a Rába vegyes vállalatot alapítson, hanem hogy a meglévő erőforrásait hasznosítsa” (Szerencsi-Szikszai 1996.a. 3. oldal). Meg kell jegyezni, hogy az eszközhasznosításnak voltak más formái is. Egy győri csarnokot egyszerűen ingatlanként adtak el az Audinak.

Az Opelben szerzett 20 százalékos részesedést²⁵ a cég vezetői átmeneti befektetésnek, az adósságtörlesztés forrásának szánták. 1995-ben el is adták a részvényeiket a GM-nek, mégpedig viszonylag jó áron. Ebből visszafizették az évi 600 millió forintos kamattal terhelt két milliárd forintos hitelt, a megmaradt pénzt pedig a cégen belül használták fel. A kiszállást csak megkönnyítette, hogy a Rába alacsony részesedése és a GM nyomasztó erőfölénye miatt amúgy sem nagyon tudott beleszólni a vállalkozás döntéseibe, a személygépkocsi gyártásba nem akart bekapcsolódni, s a befektetés még jó néhány évig nem hozott volna osztalékot, mert a többségi tulajdonos döntése alapján minden jövedelmet visszaforgattak a kft-be.

A vállalati helyzet stabilizálása után a külső befektetésekben is új szakasz kezdődött. 1993-94-ben a Rába két jelentős érdekeltséggel gyarapodott. Az egyik a Rába-Detroit Diesel Magyarország Kft. (DDC) megalapítása, amelyben mindkét tulajdonos 50 százalékkal részesedett. A magyar cég ide is főként eszközökkel, gépekkel és szerelőcsarnokkal szállt be, míg az amerikai fél hozta a technológiát és a nemzetközi kapcsolatokat. „A Rába azért is ragaszkodott a legalább 50 százalékos tulajdoni arányhoz, mert a két motor egy bizonyos szinten már egymás versenytársa, s ezért semmiképpen sem akarta, hogy a DDC-nek lehetősége legyen olyan stratégiai döntéseket hozni az ő tudtán és beleegyezésén kívül, amelynek eredményeképpen a két cég a piacon szembe kerül egymással. A vegyes vállalat tető alá hozásának éppen az volt a jelentősége, hogy egy potenciális riválist nyertek meg partnerüknek” (Szerencsi-Szikszai 1996.b. 17. oldal).

A másik nagyobb befektetés ebben az időszakban, a likinói autóbuszgyárban szerzett érdekeltség. A társaság tőkéje megközelíti a Rába alaptőkéjének a felét, s a magyar cég fokozatosan elérte a 20 százalékos tulajdonhányadot. Ezzel irányító pakettet tart kézben, mert a gyárban a kisztrészesvényesek mellett az államnak és az önkormányzatoknak is csak ennél kisebb részesedésük

²⁵ A Rába eredetileg 33 százaléknál nagyobb pakettet szeretett volna kapni, már csak az akkor érvényes kormányzati előírás miatt is, amely szerint a magyar részesedésnek el kell érni a egyharmados arányt a vegyes vállalatban. 1989-ban a miniszterelnök-helyettes azzal bízta a Rábát, hogy elenged a vállalatnak egymilliárd forint termelési adót, s ebből kiegészíthetik hozzájárulásukat. Az ígéret azonban a kormányváltás után a feledésbe merült. A 33 százalékos csomag hiányzó részét az Állami Fejlesztési Intézet jegyezte le.

van. A befektetés motivációja egyértelműen a piacbővítés, az, hogy a Likinóban gyártott buszokba a Rába által szállított részegységeket építsék be.²⁶

Ez a terjeszkedési irány 1995-96-ban Magyarországon is felbukkant. A győri cég az Ikarus két társaságában, a Préstechnika Kft.-ben és az IMAG-ban szerzett többségi részesedést. A befektetés célja a Rába menedzsmentje szerint elsősorban az volt, hogy „egy kicsit belelássunk az Ikarus feltételeibe, s úgy gondoltuk, talán ennek is megjön a hozama. A veszteséges Ikaruson belül mind a két gyár nyereséges volt 1995-ben, tehát befektetésnek sem rossz....A Préstechnikai egy olyan sajtógyár, ahol a karosszéria majdnem minden eleme keresztülmegy, tehát elég jó áttekintésünk van az egész gyárról” (Szerencsi-Szikszai 1996.b. 7.oldal). A kft termelésének kilencven százalékát exportálja, ezen a befektetésen keresztül az új tulajdonos a cég vevőköréhez szeretne közelebb jutni.

A hosszú évek óta válságos helyzetű autóbuszgyárral azonban nagyobb tervei is voltak a Rábának. Már a tervgazdálkodás évtizedeiben többször felmerült a teljes járműgyártási vertikum szervezeti integrálása, ezen belül az Ikarus és a Rába összevonása. A motorok, részegységek gyártójának létfontosságú érdeke fűződik a nagy sorozatú buszgyártás fennmaradásához, ezért az Ikarus piacvesztése a beszállítót is érzékenyen érintette. A cég vezetői szerint a privatizációs miniszter kérte fel a Rábát arra, hogy dolgozzon ki koncepciót az Ikarus reorganizációjára. A tervezetet el is készítették, jelezve, hogy a székesfehérvári gyárban szeretnének részesedést szerezni. Mivel azonban 1996-ban a Videoton menedzsmentje vette át az Ikarus vezetését, a Rába további terjeszkedésének ez az útja valószínűleg elzárult.

A Rába külső érdekeltségeinek nagyságrendje azonban e nélkül, sőt az Opel-részesedések eladása után is jelentős: 1996-ra meghaladta a jegyzett tőke egyötödét, ami a nagyvállalatok között valószínűleg kiugróan magasnak számít. Ezt a portfóliót már az irányítás szempontjából is komolyan kell venni. A cég jelentősebb befektetéseinél többségi tulajdonra, irányító pozícióra törekszik. (A régebben szerzett kicsi részesedéseket a cég vezetői sodródásnak, egy kevésbé átgondolt stratégia következményének tekintik.) Ha a részvényhányad meghaladja az 50 százalékot, akkor a Rába leányvállalatként kezeli a céget, beillesztve őket az átfogó kontrolling rendszerbe. Tevékenységüket a többi üzletággal együtt havonta írásban értékeli a kontrolling igazgató, s havonta találkoznak a kft-k vezetőivel. A Rába DDC-vel lazább a kapcsolat, itt csak negyedévente kérnek jelentéseket. A befektetéseket formálisan a pénzügyi igazgató irányítja, aki azonban a vállalat különböző területeiről nevez ki tulajdonosi képviselőket az egyes kft.-k felügyeletére. Az érdekeltségek mind pénzügyi, mind termelési szempontból viszonylag szorosan integráltak, s a Rába vezetési kultúráját, az évtizedes hagyományokat ismerve azt jósolhatjuk, hogy ennek mértéke inkább növekedni fog.

²⁶ 1996-ban a Rába részesedést szerzett még két kisebb oroszországi motor-összeszerelő üzemben is, amelyek a likinói gyár beszállítói.

Mind a Rába menedzsmentje, mind az esettanulmány készítői úgy ítélik meg, hogy a cégnek több jó stratégiai elgondolása volt a befektetésekre, mint amit eddig sikerült megvalósítania. A fő ok a tőkehiány. A vállalat helyzetének stabilizálása idején minden erőforrását a belső fejlesztésekre kellett fordítani, a külső terjeszkedésre kevés erő és pénz maradt. „Ne felejtsük el, hogy pár évvel ezelőtt még nagyon mélyponton volt a cég. Az összes erőforrást lekötötte, hogy műszaki fejlesztéseket, kapacitás kiegészítéseket hajtsunk végre, s visszafizessük azt az óriási adósságterhet, amit felhalmoztunk. Ebbe periodikusan fért bele, s elsősorban a vagyonhasznosítás, adósságcsökkentés kapcsán merült fel a közös vállalatok létesítése” (Szerencsi-Szikszai 1996.a. 21. oldal). Az is biztos azonban, hogy a cég neve, korábbi piaci kapcsolatai nélkül ezeket az üzleteket nem lehetett volna tető alá hozni.

A legutóbbi időszakban az is fékezte a terjeszkedést, hogy a Rába nemcsak alanya, hanem mindinkább tárgya is lett a befektetéseknek. A cég vezetése eddig elég erősnek bizonyult ahhoz, hogy a károsnak ítélt elgondolásokat megtorpedozza: először a cég részekre bontását, később egy kellemetlennek látszó külföldi szakmai befektető megjelenését. 1996 végén azonban úgy ítélték meg, hogy a magántulajdonosok bevonása nem halogatható tovább, s azt remélik, hogy a menedzsmentnek nagyobb szabadságfokot adó pénzügyi befektetőket sikerül megnyerniük. Az új tulajdonosok megjelenése előtt nagyobb vásárlási akciókba nem akarnak kezdeni. Tervek azért vannak, amelyek főként a szomszédos országokat célozzák meg. Tárgyalásokat folytatnak Lengyelországban, Csehországban, Oroszországban és Ukrajnában is. Szakértőket küldtek ki, akiknek nemcsak megrendelőket kell keresniük, hanem partnereket is vegyes vállalatok alapításához. Nem kizárt, hogy a privatizáció után továbblendül a keleti terjeszkedés.

Az esettanulmány írói szerint „A Rába egy rendkívül jól szervezett, az iparágban rendkívül otthonosan mozgó vállalat, amelyik mindig megérzi, hogy milyen lehetőségek adódnak számára a bővülésre. Ezeket a lehetőségeket azonban legtöbbször nem tudja azonnal kihasználni, hiszen nincs a terjeszkedéshez elegendő forgótőkéje, amely elengedhetetlen kelléke egy felvásárlás, vagy befektetés kezdeményező szerepének. ... Így a Rába egyenlőre csak sodródik annak ellenére, hogy a keleti térségben többé-kevésbé vezető szerepet tölt be” (Szerencsi-Szikszai 1996.b. 20. oldal). Más nagyvállalatokkal összevetve a cég befektetési és vagyonkezelési rendszerét, sodródás túlságosan kemény ítéletnek tűnik. Másutt többnyire rosszabb a helyzet.

A „nagyvállalati önmozgástól” a stratégiáig? A MOL és a Dunaferr

A hagyományos nagyvállalati indíttatású befektetők közé azt a két óriáscéget soroltuk, amelyeknek a 49 kiemelt és a most vizsgált vállalatok közül is szám szerint a legtöbb külső befektetése volt.

A MOL biztosan elviszi a pálmát. A tröszt formában működő olajipar a teljes vertikumot átfogta a kitermeléstől a feldolgozásig, a gépgyártó és tervező és szolgáltató tevékenységekig. A társasággá alakítás előtt a szervezetet – a Rábához hasonlóan, de annál nagyobb mértékben – kormányzati döntéssel karcsúsították, leválasztva az öt gázszolgáltatót és hat háttérpári vállalatot. és elvonva mintegy száz benzinkutat is (Ludányi 1995). Bár a megmaradt cég döntő részéből egységes rt. jött létre, már az 1980-as évek végétől elkezdtek kisebb kft-eket szervezni. A MOL Rt. 1991-es megalapításakor a cégnek 37 érdekeltsége volt, amelyek a jegyzett tőke nyolc százaléka fölött rendelkeztek. 1995-re a befektetések száma 90-re, tőkehányaduk 15 százalékra emelkedett. Ebből külső befektetésnek a vizsgált időszak elején 21 számított, a MOL jegyzett tőkéjének két százalékával, a legutóbbi adatok pedig 41 ilyen érdekeltséget regisztrálnak a tőke hét százalékával.²⁷

Ebben a céghálózatban is elkülönül egy csoport, amely átmenetnek tekinthető a külső és belső befektetések között. Olyan szolgáltató társaságokról van szó, amelyek „nem a MOL Rt.-ből váltak ki, emiatt a vállalati kereteket túllépik, viszont nem állítható, hogy külső terjeszkedésről lenne szó, mivel ezeknek a cégeknek a piacát döntő részben a MOL jelenti. Alapvetően bizonyos szolgáltatások kihelyezéséről van szó, amelyet tulajdonosi összefonódás kísér, például minőségellenőrzés, számítástechnika, tartálykocsi-tisztítás, lízingügyletek lebonyolítása” (Ludányi 1997. 4. oldal.) Az érintett tevékenység korábban sem hiányzott az rt. palettájáról, de a kft-k szervezeti előzménye (elkülönült részleg, gyár, főosztály) nem azonosítható. Ezt a kihelyezést a társaságnál tevékenység leválasztási programnak nevezik. A most következő elemzés a szűkebb értelemben vett külső érdekeltségekre összpontosít.

Ezeket az érdekeltségeket az esettanulmány szerzője – a MOL Rt. nyilvántartásától eltérően – profiljuk szerint sorolta hat csoportba.

Az üzemanyag kiskereskedelemhez kapcsolódó társaságok, főként benzinkutak között van a legtöbb olyan befektetés, amelyet a MOL jelenlegi menedzsmentje is elhibázottnak tart. Miután az Állami Vagyonügynökség elvonta és privatizálta a benzinkutak jelentős részét, a MOL a piac legalább részleges visszaszerzése érdekében vegyes vállalatokat alapított nagy multinacionális partnerekkel (MOBIL, TOTAL, ESSO, ÖMV, AGIP). A társaságokban azonban a MOL csak kisebbségi tulajdont szerzett, s ezért „sem jövedelmezőségi, sem piacszerzési szempontból nem érvényesültek a vállalat érdekei. Ráadásul a külföldi partnerek alaptőke-emelést hajtottak végre, amelyben a MOL nem vett részt, így részesedése tovább csökkent.” A tíz ebbe a csoportba tartozó cég közül négyből már kiszálltak, s további négy eladását tervezik. „A részvények iránt azonban nem

²⁷ Meg kell jegyezni, hogy a MOL saját tőkéje kétszerese a jegyzett tőkének. A befektetéseket pontosabb lenne ahhoz viszonyítani, de mivel a többi vállalatnál a jegyzett tőke kategóriáját használtuk, most sem térünk el ettől. A MOL esetét Ludányi (1997) tanulmánya alapján mutatjuk be. Később kiegészítő információkat, újabb listákat kaptunk még a cég szakértőitől ezek számszerű feldolgozására azonban már nem volt mód. Ezért a különböző csoportokba sorolt cégek számát inkább hozzávetőleges értéknek, mint pontos adatnak kell tekinteni.

mutatkozik érdeklődés, így a 100 millió forint értékű részesedés gyakorlatilag befagyottnak tekinthető” (Ludányi 1996. 12. oldal). Egyelőre sikeresebbnek látszik az országhatárokat túllépő terjeszkedés, az üzemanyag töltő állomásokat alapítása Romániában, Szlovákiában és Ukrajnában. Ezek csak az első lépések: összesen mintegy 150 kútból álló hálózat kiépítését tervezik a következő évekre (Fahidi 1996). A keleti kereskedelem fellendítését szolgálja három másik – az energiahordozók kitermelésére, importjára és a barter konstrukció lehetőségeinek kiaknázására létrehozott – társaság is.

Ugyancsak a piacbővítéséhez szándéka motiválta a finomított termékek tovább feldolgozásával és kereskedelmével foglalkozó hét társaság létrehozását, valamint az agrárvegyipari érdekeltségek megszerzését. Ebből a körből egy nagyobb befektetés, egy elvtelt kísérlet és egy jelentősebb kivonulás érdemel figyelmet. Az utóbbi a Komáromi Sörgyár 45 százalékos pakettjének eladása volt. A csomag megvásárlásához a külföldi társtulajdonos ragaszkodott, így a MOL jelentős árfolyamnyereséget ért el.

Az elvetelt kísérlet a részvényszerzés a Tiszai Vegyi Kombinátban (TVK).²⁸ A cég likviditási gondjainak enyhítésére a MOL 1992-ben átvállalta a petrokémiai nagyvállalat által fizetendő 2,5 milliárdos lízingdíjat. Ennek fejében, főként adózási okok miatt, nem vált résztulajdonossá, de a TVK-alaptőke 16 százalékos tulajdoni hányadának megfelelő részvénypakethez mint lehívható garanciakerethez jutott, és kulcsszerepet kapott az igazgatóságban. Egy évvel később az ipari tárca felelevenítette azt a régebbi elgondolását, hogy a TVK-t integrálni kellene a MOL-ba. Az olajipar ebben az esetben is tiltakozott. Miután a tiszaujvárosi nagyvállalat sorsa a hosszú távú szállítási keretszerződés megkötésével és az adósságok állami elengedésével rendeződött, a tulajdonos ÁV Rt. sem erőltette az összevonást. A MOL 1995-96-ban már szívesen élt volna az opció lehívási jogával, mert addigra változott a helyzet: a vegyipari óriás időközben nyereségesé vált, és a privatizáció küszöbére érkezett. Feltételezhető volt, hogy a részvények árfolyama felmegy, a papírok jól eladhatók. A MOL megszerzésük érdekében még azt is felajánlotta az ÁPV-nek, hogy minden kérdésben vele együtt szavaz. Az állami tulajdonos azonban inkább készfizető kezességet vállalt a TVK által készpénzben fizetendő 3,8 milliárd forintos tartozás rendezésére (F.B. 1996).

A megvalósított nagy befektetés ebben a körben a Péti Nitrogénművek, amely először az 1980-as évek végén, majd az 1990-es évek elején is felszámolási eljárás alá került. Első alkalommal az állami tulajdonos kezdeményezésére a nagy hitelezők konzorciumot alkottak és megvásárolták a gyár eszközeit. A MOL 15 százalékos részesedésre tett szert. A második krízist főként a forgótőkehiány és a nyomában járó eladósodás okozta. A vevő számára kedvezményes úgynevezett vegyipari ár alkalmazása ellenére Pét ismét milliárdos nagyságrendű tartozást halmozott fel fő szállítójával, az olajipari nagyvállalattal szemben. A MOL átvette a cég irányítását és 50 százalékos

²⁸ A történet részleteit lásd Takács (1995)

tulajdonrészt jegyzett, mert úgy ítélte meg, hogy az érdemes a megmentésre: Pét vásárlásainak kiesése a földgázpiacról az eladót is érzékenyen érintené. Ugyanakkor a cég nyomást gyakorolt a kormányzatra a számára veszteséget okozó gázár emelése érdekében.

A gázpiac egy másik szegmenséhez és – a benzinkutakhoz hasonlóan – az adminisztratív úton leválasztott tevékenységek pótlásához kapcsolódik a "fehér folt" társaságok alapítása. A MOL az időközben külföldi kézbe került regionális gázszolgáltatók versenytársaként jelenik meg olyan területeken, ahol a kínálat hiányzik vagy alacsony színvonalú. A piacok visszaszerzésének kísérletét esetenként a leválasztott korábbi egységek visszaszerzése is kísérte. Az Olajtervet az ÁV Rt. által elvont kereskedelmi banki részvények kompenzációjaként kapta meg ismét a MOL.

Kifejezetten pénzügyi befektetésnek, az alaptevékenységhez egyáltalán nem kapcsolódó érdekeltségnek az esettanulmány mindössze két ügyletet tekint, az Autókonzern Rt.-t és a Pannon GSM-et. S a besorolás még itt is kétséges. Az Autókonzern a Suzuki Rt. magyar részvényhányadát jegyezte, ami kapcsolódik a kiskereskedelemhez. (A MOL – a magyar résztvevők többségéhez hasonlóan – időközben kiszállt az üzletből, főként azért, mert a motorolaj eladás növelését szándékai ellenére nem tudta növelni.) A távközlési társasághoz pedig az olajipar belső hírközlési hálózatának hasznosítási terve kapcsolhatja a befektetőt. Ezekben a társaságokban a MOL-nak kisebbségi-töredék részesedése van.

Még inkább jellemző a marginális részvétel az egyéb befektetések közé sorolt kilenc vállalkozásban. Ezeket az érdekeltségeket kivétel nélkül 1988 és 1991 között szerezte az olajipar. Feltételezhető, hogy a MOL – csakúgy, mint más nagyvállalatok – szívességet tett a partnereknek, amikor egy-kétmillió vagy esetenként néhány százezer forint értékben részvényeket jegyzett Transelektroban, a Perfekt a és a Publica Rt.-ben, Technoimpexben, néhány Medicor társaságban vagy a Pénzügykutatóban.

A legutóbb említett, a tőkenagyságot tekintve nem túlságosan jelentős két csoporton kívül az érdekeltségek szerzésének legfontosabb motivációja tehát az értékesítési lehetőségek bővítése, a közvetlen kapcsolat megteremtése a fogyasztókkal, ezen belül pedig néhány területen a kormányzati döntés miatt elvesztett piac visszaszerzése. A MOL egyes monopoljogainak megnyirbálása után beszállt az új piaci szereplők által teremtett versenybe.

Ezt nyilvánvalóan elősegítette, hogy az olajipari óriást nem nyomasztotta annyira a likvid eszközök hiánya, mint a magyar vállalatok többségét. De a viszonylag jó pénzügyi helyzet – amelynek következtében egyébként a potenciális partnerek folyamatosan megpróbálják bevonni a MOL-t különböző társaságokba – nem elégséges magyarázat az expanzív befektetési politikára. Az ellenpélda a Magyar Villamos Művek Rt. (MVM), amely sok alapjellemezőjét tekintve a MOL-hoz hasonló, de az 1990-es évek elején összesen három kis kis befektetést találtunk portfóliójában (bár lehet, hogy ez a lista nem teljes.) Igaz, hogy az MVM is terjeszkedett, noha korántsem a maga

akarataból, és egy másik úton: a veszteséges szénbányákat integrálták kormányzati kezdeményezésre az erőművekbe. Ez csökkentette a szabadon elkölthető jövedelmeket és valószínűleg az egyéb akvizíciókra fordítható energiákat is.

Az olajipari részvénytársaság gazdag portfólióját érdemes még az időbeli alakulás, a tőke-és tulajdonosi koncentrátság, valamint a vagyon kezelése szempontjából is megvizsgálni.

A befektetések dinamikáját nézve a MOL-nál is több periódus különíthető el. Mind az összes, mind pedig a külső befektetésnek durván a fele 1991, a társasággá alakulás előtt jött létre. Bonyolítja a képet, hogy a tröszti időkben – részben a tagvállalatok nagyobb önállósága miatt részben a központ rábeszélésre – az olajipari cégek külön-külön is szereztek érdekeltségeket. Az Általános Vállalkozási Bankban például nyolc, az Autókoncernben tíz OKGT vállalat volt tulajdonos. Azután a befektetők egy részét, leválasztották az olajiparról, s az önállósult cégek vitték magukkal érdekeltségeiket – de azokban, ha voltak, az újonnan létrehozott MOL is megtartotta korábbi tulajdonrészeit.

Ezek a régi szerzemények a szó szoros értelmében “örökségek”. Az átalakulás után néhány évig háttérbe szorult a befektetések növelése, és csak 1994-ben látszik újabb fellendülés, főként a tevékenységek leválasztása nyomán, bár ekkor az előző időszaknál több új külső befektetés is megjelent. Esettanulmányunk szerzője így ítélte meg a helyzetet: ”A MOL belső befektetéseiről döntően, a külső befektetésekről pedig részben elmondható, hogy legalább annyira a ‘nagyvállalati önmozgásnak’, mintsem stratégiai megfontolások operacionalizálásának eredményei” (Ludányi 1997. 24. oldal). Ez az értékelés a cég illetékes – s ezért nyilván nem teljesen elfogulatlan – szakértői szerint csak az 1993 előtti időszakra igaz, attól kezdve mind jobban körvonalazódik az új befektetési stratégia. A ma is érvényes alapelvek a következők: a fő tevékenységre kell koncentrálni, a befektetéseknek is ehhez kell kapcsolódnuk. Az ilyen stratégiai jelentőségű cégekben a többségi részesedés elérése a cél. Az olajipartól teljesen független érdekeltségeket, kizárólag megtérülési szempontok alapján a MOL nem kíván szerezni. (A cég belső szóhasználatában egyébként a “pénzügyi befektetés” azt jelenti, hogy a társaság profilja nem kötődik a MOL-hoz, és az irányítást sem közvetlenül a részvénytársaság központja gyakorolja.) A megtérülésnek ez a kezelése nem jelenti azt – mondják a szakértők –, hogy a hozamok nem lennének fontosak. Ez azonban nem feltétlenül az adott cégnél jelentkezik. A benzinkutak például, különösen az építést-felújítást követő években önmagukban nem nyereségesek. De ha a hálózat kiterjesztése miatt a finomító kapacitások kihasználtsága javul, akkor a MOL egészének már megérte az üzlet.

Kutatásunk időpontjában a MOL-nak már volt formalizált szabályzata az ilyen típusú döntések előkészítésére, bár az egyes üzletekkel kapcsolatos elvárások még csak most formálódnak. 1996-ban a nagyvállalat igazgatósága többször is foglalkozott a befektetések szelektálásával, a követendő beruházási prioritások meghatározásával (P. K. 1996).

A stratégiaváltás ellenére a külső érdekeltségek száma, ha nem is egyenletes ütemben, de folyamatosan nőtt, noha tőkekivonásokra is sor került. (A legfrissebb adatok szerint a cég 1992 és 1996 között összesen 22 befektetésétől vált meg.) A MOL még több társaságtól szeretne megszabadulni, csak hogy – különösen a kisebbségi-törédék részesedésektől – nem tud. A befektetések egy része befagyott. „Magyarországon sokkal könnyebb társaságokat venni, mint eladni. Ez az egyik oka annak, hogy a MOL portfólió bővülése a kilencvenes évek eleje óta gyakorlatilag töretlen” (Ludányi 1997. 24. oldal). A cég szakértői szerint az eladás ár és idő kérdése, “türelemjáték”, amelyben ki kell várni a megfelelő lélektani pillanatot. Ezt a nagyvállalat megengedheti magának. A kiszállást nem bevételek gyors megszerzésének kényszere, hanem az üzleti koncepció indokolja.

A terjeszkedés tehát részben kényszerű, s az eszközök egyre nagyobb hányadát köti le. Az összes külső befektetés azonban a jegyzett (és különösen a saját) tőkéhez viszonyítva még így is viszonylag kicsi, részaránya 1995-re sem érte el a hét százalékot. S miközben az érdekeltségek száma nő, a tőke koncentrációja magas. A teljes portfóliót nézve a befektetett tőke kilencven százaléka a cégek harmadában összpontosul, a külső befektetések és a szolgáltatók esetében a társaságok negyede köti le az adott csoport vállalataiba fektetett tőke kilencven százalékát. Az esettanulmány írója szerint „ez bizonyos szempontból az aggregált pénzügyi elemzések korlátját is jelenti. Bármekkora extraprofitot érne is el a kisebbnek számító 60 társaság, ez a MOL által használt aggregált pénzügyi mutatókban nem jelenik meg, a jövőre vonatkozó befektetési döntéseket nem tudná orientálni” (Ludányi 1997. 24. oldal). Ráadásul a magyar tőkepiac sajátosságai miatt a pénzügyi értékelés kényszerűen féloldalas: csak a hozamokat tudja számon tartani, az árfolyam alakulását nem. A tőzsdén nem szereplő cégek esetében – márpedig az általunk vizsgált külső befektetések nemcsak az olajiparban, hanem másutt is szinte kivétel nélkül ilyenek – csak az eladási kísérletek előrehaladott fázisában derül ki a piaci vagyoneérték.

A kevés társaságban koncentrált tőke nem jelent feltétlenül tulajdonosi koncentrációt is. Míg a belső és a tevékenység leválasztással létrehozott befektetésekből gyakori a MOL többségi vagy éppen kizárólagos részesedése, a külső érdekeltségekre ez nem jellemző: mindössze a befektetések ötödében van a MOL-nak 50 százalék feletti tulajdonhányada. Így – az esettanulmány szerzője szerint – kiengedte a kezéből az irányítást akkor is, amikor az a társaság számára fontos lett volna. „A tevékenység leválasztással létrehozott cégek esetében kizárólagos MOL tulajdonra magyarázatot nyújthat a befektetői érdeklődés hiánya. A szolgáltatók és a külső befektetések esetében viszont tudatos döntést kell feltételeznünk az egyes részesedések mértéke mögött... Megítélésünk szerint nem zárható ki az a feltételezés, hogy a MOL befektetése során nem is a MOL, hanem a befektetésre kizemelt társaság érdekei domináltak. ... A külső befektetesként minősített társaságok vélelmezett érdeke pedig az lehet, hogy társfinanszírozót találjon az üzleti céljai megvalósításához a tulajdonostárs érdemi beleszólásának lehetőségét mellőzve” (Ludányi, 1997. 23. oldal). A vegyes

vállalként megalapított benzinkutak példája is mutatta, hogy a meghatározó pozíció hiánya komoly gondokat okozott). A cég szakértői szerint mindez a kezdeti periódust jellemző stratégiahiányhoz kapcsolódik. Többek között ezekből az esetekből szűrték le azt a tanulságot, hogy a többségi tulajdonhányad megszerzése fontos – és ma már ez az általánosan érvényesítendő alapelv.

Az elmúlt években nemcsak a befektetések megszerzésének szempontjai és eljárási módszerei váltak világosabbá, hanem a vagyongazdálkodás rendje is. A főtevékenységhez kapcsolódó, stratégiai nevezett befektetéseket közvetlenül, operatív módon a MOL központ Stratégiai Igazgatósága irányítja. Ez azt jelenti, hogy az érdekeltségek nem kapcsolódnak közvetlenül a kitermelési vagy feldolgozási-kereskedelmi üzletágakhoz, amelyeknek pedig tevékenységük az esetek többségében megfeleltethető. A lazábban kötődő, úgynevezett pénzügyi befektetéseket közvetve, az igazgatóságokon és felügyelő bizottságokon keresztül ellenőrzik, a tulajdonhányadnak megfelelő befolyási lehetőséggel.

Korábban és határozottabban kialakult a portfólió kezelésének rendje a Dunaferrnél. A dunai nagyvárosi cég az egyetlen teljes vertikummal rendelkező vaskohászati-acélipari nagyvállalat. A menedzsment szerint ez a felépítés fontos szerepet játszott abban, hogy szakágazatában ez a legsikeresebb vállalat. A teljes vertikumra a Vasmű nem beolvasztások révén tett szert – az alapvető struktúra már létrehozásakor, az 1950-es évek elején kialakult, és a növekedés fő útja a tervek gazdaság idején a belső beruházás volt. (Ebből a szempontból az olajiparhoz és a Videotonhoz hasonló, eltérő viszont a Rábától.) Ennek ellenére a társaságok alapítása korán, az 1980-as években megindult. A cég azonban óvatosan haladt előre, többek között mások rossz tapasztalataiból okulva. “Körbejártuk a nagyvállalatokat, Taurus, Budaflax, LKM stb., gyűjtöttük az információkat, hogy lehetne az átalakulást megcsinálni. A Lenin Kohászati Művek megelőzött egy évvel minket az átalakulással, így az ő kárunkon mi tanulhattunk. Ott szétszedték a teljes vertikumot, nyolc gyáregységből kb. 40 kft-t csináltak, piaci áron próbáltak működni a kft-k, sok belső konfliktus származott ebből, és a végtermék olyan drága lett, hogy képtelenek voltak eladni termékeiket. Nem biztos, hogy ez volt az egyetlen oka az ottani leépülésnek, de hogy ez is közte volt, az biztos... A borsodi vaskohászatnál is az volt a baj, hogy kiragadták a cég szívet és privatizálták. Ebből adódott, hogy a többi társaság tönkrement” (Andrási 1996.a. 3-4. oldal).

A társaságok halmazára bomlás elindítása azonban ugyanúgy válságkezelési kísérlet volt, mint más nagyvállalatok esetében. A pénzügyi és piaci gondokon a Dunaferrnek jelentős állami segítséggel lett úrrá, s ezzel egyben sikerült megőriznie szervezeti integritását is. A cég a Rábához hasonlóan bekerült a “piszkos tizenhármak” kiemelten kezelt csoportjába, és járműipari cégnél sokkal több közvetlen kedvezményt kapott. 1992 és 1994 között majdnem 8,3 milliárd forintnyi adósságát engedték el vagy ütemezték át, 3 milliárdos tartozását részvényre cserélték, 4,5 milliárd állami

hitelgaranciához jutott, és hazai piacát import kvóták, vámok védték. Kétségtelen viszont, hogy a kormányzati segítséghez a vállalati vezetés aktív piacszerző-reorganizációs erőfeszítései párosultak.

A Dunaferri sok nyugat-európai versenytársától eltérően sem az 1980-as években, sem később nem tűzte ki célul a több lábbon állást, az alapvertikumokon kívüli nagyobb feldolgozóipari kapacitások létrehozását, amelyekkel a vaskohászati piac ciklikus ingadozásának hatását mérsékelni lehet.²⁹ Noha néhány beruházás vagy érdekeltség szerzés ebbe az irányba mutatott, az alaptevékenységre koncentrációt a befektetések szerkezete is jól tükrözi.

A vállalat befektetéseinek időbeli alakulását a korai és gyors felfutást követő csendesebb periódussal jellemezhetjük.

A Dunaferri vonzáskörébe már 1990 előtt 20 külső egység tartozott, de a vagyonnak csak egy százalékát érintették. E szervezetek többsége gazdasági társulás (gt) formájában működött, amelyek a vállalati kereteken túlnyúló érdekeltségek voltak ugyan, de az esettanulmány szerzője szerint inkább csak a külső befektetések előképének tekinthetők.³⁰ A korai, 1986-88-as befektetések egyik jellegzetes irányához, a kereskedelemhez kapcsoló társulások csoportjából kettő megszűnt, a harmadikból, a METAB-ból viszont megalakult a Dunaferri kereskedőháza, amely ma is fontos szerepet játszik a cég életében. Ezen kívül a vállalat néhány milliós befektetéssel részt vállalt a Borsodi Gépkocsi Társulásban, a hulladékfeldolgozással foglalkozó Szelektív Rt.-ben, a Szekszárdi Lemezfeldolgozó Gazdasági Társulásban, és mint minden társvállalata, a Vas- és Acélipari Egyesülésben is. Ebben az időszakban szerzett néhány millió forintos értékben töredék részesedést a Magyar Hitelbankban és az Ipari Fejlesztési Bankban.

1988-89-ben a többi nagyvállalathoz hasonlóan a Dunaferrinek voltak más, szintén leginkább szívességi befektetésnek tekinthető érdekeltségei. A Vasmű a Ganz-Danubius Hajógyár egyik gyárában három és félmillió forintért jegyzett részvényt, az Egészségügyi Minisztérium kis tanácsadó kft.-jében pedig a 17 millió forintos alaptőkéből tíz százalékkal részesedett. Ebbe a csoportba sorolható a 3. sz. Ügyvédi Irodában szerzett érdekeltség is.

1990 és 1992 között ezt a sort folytatta két, az adott régióban működő nyomda és egy kiadó vállalat megsegítése. Ekkor vásároltak töredék nagyságú részvényt a Postabankban, valamint két termelő cégben, a Hódgép Járműgyártó Rt.-ben és a Kohászati Gyárépítő Vállalkozás Rt.-ben. Ezek közül az első adósság-részvénycsere volt, a Dunaferri termékeit feldolgozó társaság megmentése. A cég helyzete azonban ezután sem vált kiegyensúlyozottá. Végül az 1992-95-ös

²⁹ A most következő leírás András (1996.b) tanulmányára épül.

³⁰ Ezeket a társaságokat az összefoglaló tanulmány a befektetések számában és tőkeértékében figyelembe vette. Az 1980-as években a Dunaferriénél kiterjedt volt a vállalati gazdasági munkaközösségek hálózata is, amelyek azonban nem a külső, hanem a belső befektetések előfutárai.

periódust már szinte kizárólag a pénzügyi szektor felé tájékozódás jellemzi: a Westdeutsche Landesbank Hungariában, két brókercégben és egy nyugdíjpénztárban szereztek érdekeltséget.

A Dunaferr csoporthoz sorolható társaságok száma 1992-ig – a vállalati központ társaságá alakulásának időpontjáig – meghaladta a negyvenet, 1995-ig pedig további tíz céggel gyarapodott. A gt-kel együtt nézve a külső befektetések száma azonban stagnált: 1990-ben 20, öt évvel később 21 ilyen érdekeltséget regisztráltak. Több gazdasági társulás megszűnése, egy-egy részvénytársaság – például a Dunaprint – eladása és a néhány új szerzemény lényegében kiegyensúlyozta egymást. A befektetett tőke nagysága a nagyvállalat jegyzett tőkéjéhez viszonyítva 3,3 százalékról 5,7 százalékra nőtt. Ugyanebben az időszakban a Dunaferr jegyzett tőkéjének összesen 25 százaléka volt kihelyezve társaságokba. Hozzá kell tenni, hogy az 1990-es évek közepéig már minden jelentős termelőegység is önálló részvénytársasággá alakult, de a holdingközpont megtartotta a vagyoni döntő részét, s a belső termelő és szolgáltató kft.-k csak bérlik az általuk használt eszközöket. Így még inkább szembeötlő, hogy a külső befektetések részaránya a társaságok számban, de még inkább gazdasági súlyában kicsi. A Dunaferrt nem jellemzi olyan expanzív külső befektetési politika, mint ami a MOL Rt-t.

Jól látható tehát, hogy az 1986 és 1990 közötti lendületes felfutást a külső érdekeltségek szerzésében egy lassuló tendencia váltotta fel. Ennek valószínűleg az az oka, hogy az 1990-es évek első felében a cég számára a belső társaságok létrehozása, az alaptevékenység átszervezése volt a legfontosabb.

A külső befektetések egyik jellegzetes motivációja, mint már utaltunk rá, a szíveségi részvényjegyzés, esetleg az adósságok kényszerű átváltása. Ebbe a csoport sorolható a vállalat termékeit megvásárló cégekben szerzett érdekeltségek egy része is, például a Hódgép Járműgyártó Rt. A Dunaferr egyik vezetője „Nagyon panaszkodott, hogy milyen sok idejük, és sajnos pénzük is benne van. Ezen az eseten sokat tanultak, mit érdemes és mit nem egy adósság ‘behajtása érdekében’ tenni” (Andrási 1996.b.7. oldal). De a feldolgozóipari érdekeltségekre általában is igaz, hogy „a Dunaferr befektetései az ilyen felhasználók felé jelenleg nem nagyok, ez mind tőkekihelyezésben, mind a potenciális vásárlói volumenben nagyon kis szerepet játszik...itt arról is szó van, hogy a Dunaferr megpróbál segíteni is egyben ezeknek a cégeknek” (Andrási 1996.b.6. oldal).

Ez a befektetési irány is kapcsolódik a másik fontos motivációhoz, a piacépítéshez. A csoport legfontosabb tagjai az anyavállalat számára a kereskedelmi és szállítmányozási cégek, továbbá a vámfizetés mérséklésére a kokszolómű, a beszállító cégek és egy osztrák kereskedelmi vállalkozás által közösen létrehozott társaság. A bankokban és pénzügyi intézetekben szerzett részesedéseket a Dunaferr szerint az információáramlás javítása és a jó kapcsolatok ápolása indokolja: a cég egész tevékenysége, nemcsak a beruházás, hanem az export is elképzelhetetlen a szoros banki együttműködés nélkül. Végül az esettanulmány megemlíti a technológia transzfert is a lehetséges motivációk sorában, ami egy eddig még meg nem valósított befektetésre lenne jellemző: „a Dunaferr

Rt. szerelné le és adná el szőröstül-bőröstül a Radiátorgyárat. ... Egy kooperációban szívesen továbbadnánk például Oroszországban, ahol ezt a technológiát nem ismerik" (Andrási 1996.b.7. oldal).

A Dunaferrenben az érdekeltségek központi irányításának módszere jól kidolgozott. Ezt azonban nyilván nem a számban és főként tőkeértékben kevésbé jelentős külső befektetések, hanem a belső, szintén portfólióként kezelt társaságok miatt alakították ki: „A holding típusú szervezeti felépítés miatt a korábban kapun belüli tevékenységek mai társaságai és a külsők azonos hozzáállást követelnek meg az Rt.-től, hiszen mindkettő felé ezután már csak mint tulajdonos léphet fel az Rt. Ez a magyarázata, hogy nincs külön intézmény a külső érdekeltségek kezelésére a Dunaferrenél. A holdingot, mint tulajdonost egy úgynevezett tulajdonosi képviselő testesíti meg, aki nem más, mint annak a hat igazgatónak az egyike, aki éppen azon a területen tevékenykedik, mint az adott külső érdekeltség" (Andrási 1996.b.3. oldal). A társaságok ellenőrzésére létrehozott sajátos dunaújvárosi szervezet a konszern közvetlen alárendeltségében működő Koordinációs Központ, amely "az azonos piacon mozgó kft-eket fogja össze azon az elven, hogy ugyanaz a tulajdonosi személy felügyeli őket (konszernben belül ne versenyezzenek, egymást ütő ki)... Például az összes kereskedelmi kft-ben ugyanaz a személy képviseli a tulajdonosi jogokat az Rt. részéről, az azonos piacon dolgozókat folyamatosan figyeli, és beavatkozhat tulajdonosi jogainál fogva. Összehívhatja az összes ügyvezető igazgatót, hogy na uraim, egyezzünk meg valamiben, hiszen tulajdonosa és egyben koordinátora is azoknak" (Andrási 1996.a. 4. oldal). Ez a megoldás tehát a belső társaságokkal azonos módon, szorosan integrálja a külső befektetéseket is.

A kulcsszerepet játszó, tulajdonosi jogokat gyakorló igazgatók „nagyjából egy generációhoz tartoznak, jól ismerik egymást, régóta Dunaferres dolgozók, vezetők, s nagyjából egyszerre kerültek ezekre a posztokra 1990 után" (Andrási 1996.b. 8. oldal). A szoros személyes kapcsolatok tehát – hasonlóan a Béres Rt-hez – ebben az esetben is fontos szerepet játszanak.

Nemcsak a vagyonkezelés rendje kidolgozott, hanem a befektetésekről hozott döntés is: 50 millió forintig a vezérigazgató, 500 millió forintig az igazgatóság, afölött pedig a közgyűlés határoz. Az érdekeltség szerzéséről mindig írnak egy megvalósíthatósági tanulmányt, amely javaslatot tesz többek között a Dunaferren tulajdonosi hányadának meghatározására is. Általában arra törekszenek, hogy ha a piac bővítése a fő cél, akkor többségi pozícióba jussanak. Ahol csak az információ és kapcsolattartás lényeges, ott elég a kisebbségi tulajdonhányad. A külső befektetésekre azonban – a Dunatáj Kiadó, a Hódgép és a két kereskedőház kivételével – ez utóbbi a jellemző, míg a belső társaságokban a MOL-hoz hasonlóan a cég központjának abszolút vagy gyakran száz százalékos tulajdona van.

A Dunaferrenél az 1995-ös évek közepén sem körvonalazódott dinamikus, a korábrinál nagyobb léptékű külső befektetési politika. Ennek az lehet az oka, hogy a belső átszervezési-

stabilizálási szakasz után a cég menedzsmentje a vagyonkezelési jogok elnyerésére összpontosította erejét – és a nagyvállalatok között eddig egyedülálló módon sikerrel is járt. Elképzelhető, hogy ez változást hoz majd a terjeszkedési stratégiában is. A vállalati vezetők által alapított vagyonkezelő kft. sikerdíja ugyanis közvetlenül a vagyon növeléséhez kapcsolódik (Marnitz 1996). Néhány jó külső befektetés látványosan hozzájárulhat a tőke gyarapodásához.

3.4. A külső befektetések általános jellemzői

Ebben az alfejezetben összefoglaljuk a külső érdekeltségekkel rendelkező cégeknek az esettanulmányokból kirajzolódó típusait, a befektetések periódusait a magyar gazdaság legutóbbi évtizedében, a legfontosabb motivációs tényezőket, a befektetésekről hozott döntések rendjének és a vagyonkezelés módszereinek jellemzőit, valamint az érdekeltségek szerzésének az érintett cégekre gyakorolt hatását.

Vállalati típusok

Az esettanulmányok nem cáfolták azt a kiinduló feltételezést, hogy a külső befektetések szempontjából érdemes különbséget tenni a saját bázisukon építkező magáncégek és az állami vállalatok között. E két csoportban más a befektetések nagyságrendje, időpontja, s részben motivációja is. Az állami vállalatok között egy további, hagyományos differenciáló szempont, a méret látszik fontosnak. Mintánkban a kisebb-közepes méretű állami cégek az 1980-as évek végén viszonylag jobb helyzetből indultak. Befektetéseiket eleinte a visszafogottság, majd a nagyobb léptékű terjeszkedés jellemzi. A nagy állami vállalatoknál ezzel szemben gyakoriak és sokszor súlyosak voltak a pénzügy-piaci nehézségek – inkább a hiányuk kivételes. Ebben a vállalati körben általában, bár nem minden esetben viszonylag kicsik, elaprózottak a külső érdekeltségek, és fokozatos kiterjedésük trendje nem töretlen.

Az állami cégek többsége, kisebbek és nagyobbak egyaránt a befektetések legfontosabb korlátjaként a tőkehiányt jelölték meg. Ezzel is összefügg, hogy az 1990-es évek közepétől várhatóan meginduló nekilendülési periódus vizsgálataink szerint a vállalatok jelentős részénél a külső befektetések növekedésével is járhat, a tőkehiány két irányból jövő mérséklődésének köszönhetően. Az egyik a vállalati helyzetek viszonylagos stabilizálódása. A belső szervezeti, termelési és piaci struktúra átalakításának éveiben – akár a magánkézbe adás előtt, akár új tulajdonossal – sem energia, sem forrás nem maradt a külső befektetések jelentős növelésére. A tőkehiány mérséklésének másik útja természetesen maga a privatizáció. Több helyen láttuk, hogy az új külföldi vagy magyar tulajdonos jelentős beruházásokkal fejleszti a céget, ami a belső reorganizáció után sokszor külső befektetésekben is megtestesül.

A befektetések időbeli hullámzása

A cégeknek a tulajdonosi szerkezet és a méret szerint kialakított három alaptípusához a külső érdekeltségek szerzésének jellegzetesen eltérő periódusai kapcsolódnak. A saját bázisukon építkező kisebb cégek és a közepes nagyságú állami vállalatok – talán a nyersanyagforrások felé korábban is tájékozódó élelmiszeripar kivételével – az 1990-es évek elején külső befektetések formájában csak mérsékelten terjeszkedtek³¹. Ebben az időszakban a statisztikai adatok szerint az összes vállalkozás nyolc, a feldolgozóiparban 11 százaléka rendelkezett befektetéssel. Mostani vizsgálatunk és a 49 kiemelt vállalat elemzése is megerősíti – noha a reprezentativitás hiánya miatt nem bizonyítja – azt a feltételezést, hogy ezeknek az érdekeltségeknek a döntő része az évtized kezdetén a nagyobb állami vállalatok belső befektetése volt.

Ebben a vállalati körben már az 1980-as évek második felében megindult az egyes részlegek, gyárak társasággá alakítása – esetenként az egész cég kft-k és rt.-k halmazára bomlása –, s ezzel párhuzamosan sokhelyütt megjelentek a külső befektetések is. Az első szakasz általában a vállalati központok társasággá alakulásáig tartott, s a legtöbb helyen 1990-92-ig lezárult. Fő jellemzője a leginkább terjeszkedő nagy állami vállalatok körében is a számos, de viszonylag kis tőkével rendelkező vállalkozás alapítása, illetve felvásárlása volt. Az esettanulmányok tanulsága szerint ezek e lépések közül sok átgondolatlan volt, szinte mindenütt hiányzott egy átfogó stratégia, amely a külső befektetések irányát és legfontosabb jellemzőit megszabta volna. Több helyen úgy jellemezték ezt az időszakot, hogy a cégek sodródtak, illetve a nagyvállalati önmozgás tehetetlenségi ereje hatott.

A második periódus az 1990-es évek első fele, körülbelül az 1991 és 1994 közötti időszak, amelyet az általunk vizsgált cégeknél szinte kivétel nélkül a külső befektetések csökkentése-stagnálása jellemezett. A korábbi érdekeltségek közül sok a felszámolás sorsára jutott, vagy más módon megszűnt (a Globus befektetése különböző zöldségtermelő rendszerekbe vagy a Dunaferr részvételével alapított a gazdasági társulások). A mintákban szereplő vállalatok mindegyikénél, ahol 1990-ben már volt befektetés, előfordult kisebb-nagyobb részesedések eladása. Tapasztalataink szerint a cégek ebben az időszakban egyrészt a belső stabilizálásra, reorganizációra összpontosították erejüket, s ez sokszor a diverzifikált, áttekinthetetlen tevékenységek egyszerűsítését, az alaptervékenységre koncentrációt jelentette. A nagy nemzetközi vállalatokba integrálódott cégek esetenként csak a közvetlen termelési funkciókat tartották meg (Hungarovin-BB). Másrészt a befektető cégek ekkortájt kezdtek ráébredni arra, hogy több korábbi tranzakciójuk fiaskónak bizonyult (lásd például a MOL kiszállását a vegyes vállalatként alapított működő benzinkutakból).

³¹ Mivel a most vizsgált cégek közül csak egy magánvállalkozás, az e csoportra tett megállapításokat mindvégig fenntartással kell kezelni. A visszafogottság kiterjedtségét azonban mind a korábban bemutatott statisztikai elemzés, mind egyes kisvállalkozásokról írt esettanulmányok (Laki 1994) megerősítik. Ez természetesen nem

Néhány esetben viszont éppen ekkor értek be az időlegesnek, átmenetinek szánt külső befektetések, s eladásuk a vállalati válságkezelés finanszírozási forrásává vált (Rába, kisebb mértékben a Videoton). A külső érdekeltségek körének szűkítése tehát lehetett a krízishelyzet jele, de enyhítésének módszere is.

A harmadik periódus 1995-96-ra tehető. Ez a vállalatok egy részénél – de még az általunk vizsgált szűk körben sem kivétel nélkül – a külső befektetések ismételt nekirugaszkodásának időszaka. Több nagyvállalatnál azért is nő az érdekeltségek száma és a befektetett tőke nagysága, mert a régebbi részesedéseket nem tudták eladni, miközben újabbakat szereztek. Az ilyen befagyott beruházások mintánkból főként a MOL-ra és részben a Rábára jellemzőek. Az utóbbi években már ebben a vállalati körben is megfontoltabb a befektetési politika, kialakultabb a portfólió kezelésének módszere. Ebben az időszakban kezdett terjeszkedni néhány kisebb magánkézbe került vállalat is (a textilipari cég, a Hungarovin). Másutt csak tervek, de sokszor nagyobb léptékű, jól kidolgozott elgondolások vannak (a textiliparon kívül a Globusnál és a Videotonban). Találkoztunk azonban olyan céggel is – mint például a Dunaferr – ahol a külső befektetések számának növelése ebben az időszakban sem élvez elsőbbséget a menedzsment stratégiájában. Úgy tűnik, bár mintánk szegényessége ezen a ponton a legszembetűnőbb, hogy sok szolidan, nem hitelfelvételekből növekvő magáncég számára is ebben az időszakban jött el az expanzió megindulásának ideje (Béres Rt.).

E periódus új jelensége az országhatárokon túlra, jórészt a keleti piacokra irányuló terjeszkedés (MOL, Rába, Globus), amelynek eddig csak a kezdeti lépéseit tették meg, vagy csak nagyszabású terveket vázoltak fel (Videoton ipari park koncepció). Nem kizárt, hogy a növekedésnek, a külső beruházások nekilendülésének éppen ezek a piacok lesznek a legfontosabb célpontjai. Az elmúlt évek keserű tapasztalatai ugyanis azt mutatták, hogy az elvesztett értékesítési lehetőségeket ezeken a területeken más módszerekkel nehéz visszaszerezni. A szomszédos országokban a kaotikus helyzetek viszonylagos rendeződése, ugyanakkor a szabályok még mindig jellemző képlékenysége is segíti a befektetéseket. Az új – egyébként ma még bizonytalan kimenetelű – kísérlet nemcsak a tőke, hanem a hazai tapasztalatok exportját is jelenti. A magyar befektetők ugyanazokat a célokat és módszereket követik, mint amelyeket velük kapcsolatban a nyugatról érkezett új tulajdonosok alkalmaztak. A privatizált cégek sokszor saját kárukon tanulták meg, mit hogyan érdemes csinálni.

Motivációk és irányok

A három periódus nemcsak a befektetések dinamikájában, hanem a jellegzetes motivációkban is eltér egymástól.

zárja ki azt, hogy ebben a vállalati körben is több típus különíthető el, s vannak olyan magáncégek, amelyek már korán a holding szerű szerveződés felé indultak.

Az 1980-as évek végének legtöbb befektetését szívességi vagy kényszerű vásárlásnak nevezhetjük. Az előbbi irány tipikus megjelenési formája a jelképes mértékű – esetenként csak néhány százezer vagy millió forintos – részvényjegyzés más nagyvállalatok, korábbi üzeti partnerek cégeiben. Erre sokszor azért volt szükség, mert az új társasági törvény hatályba lépése előtt a részvénytársaság megalapításához legalább nyolc tulajdonos kellett. A szívesség gyakran kölcsönösségen alapult, a kapott befektetést az érintett cég kisvártatva hasonló lépéssel viszonzta. A likviditásszűke idején ugyanaz az egymillió forint "körbe járt". A kevéssé tőkeigényes új kis szervezetek (tanácsadó cégek, kutató intézetek, kiadók, ügyvédi irodák) létrehozásában ezek a nagyvállalatok által juttatott összegek, s a sokszor nyomukban járó megrendelések létfontosságúak voltak.³²

A szívességekhez és a kényszerhez is kapcsolódik a korszak másik jellegzetes befektetési iránya, az akkoriban megalakított állami kereskedelmi bankokban a kormányzati szervezetek felkérésére jegyzett részvény. E névleges összegek, amelyeket ráadásul esetenként maguk az érintett bankok hiteleztek meg, nem a tőke növelését, hanem a tulajdonosi szerkezet diverzifikálását szolgálták. (Az 1980-as években szerzett banki részvényeket a központi privatizációs intézmények később – kompenzációval vagy anélkül – elvonták a vállalatoktól, így a külső befektetéseknek ez a része leépült.) Az állami rábeszélés azonban valószínűleg nem volt kizárólagos motiváció. Erre utal, hogy 1990-es években, most már saját jól felfogott érdekében, több cég újabb pénzügyintézetekben szerzett részesedést, mert fontosnak tartotta a szoros kapcsolatok ápolását a partner bankokkal.

Esettanulmányaink ezzel és más töredék részesedésekkel kapcsolatban sokszor említették az információszerezés mozgatórugóját. Noha valóban erről is szó lehetett, a befektetéseknek ez az indoklása feltételezésünk szerint sokszor a stratégia hiányát takarja, és az utólagos koncepciógyártás jelenségkörébe sorolható. (Ténylegesen a másik cégbe "belelátást" szolgálhatta viszont a Rába befektetése az Ikarus Préstechnika kft-jébe, ahol egyébként többségi tulajdonrészt is szereztek.)

A kényszerű befektetések csoportjába sorolhatjuk az adósság-részvény cserék nagy részét is, amikor az érdekeltséget szerző cég futott a pénze után, nem látva más utat követelései behajtására. Az akciók esetenként megmentették az adós vállalatot a teljes megszűnéstől (a Globus kisebb befektetése egy Fűszért vállalatba, a MOL-Pét, illetve már az 1990-es években a Hódgép-Dunaferr eset), de nem feltétlenül teremtették meg a biztonságos és tartósan jövedelmező működés alapját.

Ezek a példák is arra utalnak, hogy már az első periódusban megjelent a terjeszkedés mind az értékesítés, mind a termelés felé, az utóbbin belül főként vertikális irányban.³³ Kereskedelmi cégek – esetenként külföldi képviseltek – létrehozása több helyütt a befektetések első fecskéi közé tartozott

³² Ilyen "kalapozással" alapítottuk meg 1987-ben a Pénzügykutató Rt.-t is, végigjárva a munkatársak barátait és üzletfeleit.

³³ Az értékesítés felé tett lépéseket mind vertikális terjeszkedésnek tekintjük, mert az általunk most vizsgált cég mindegyike iparvállalat.

(Dunaferr, gyógyszeripar). A termelő cégeken szerzett részesedés vagy a tovább feldolgozást próbálta elősegíteni (a Borsodi Vegyi Kombinát röviden említett esete, a vaskohászatra jellemző hulladék- és melléktermék hasznosítás), vagy a beszállítókat vette célba (mint a Glóbus érdekeltségei a zöldségtermelő rendszerekben, a textilipari cég bérkonfekcionáló üzeme).

Ez az utóbbi befektetési irány az 1990-es évek első felében nem vált általánosan jellemzővé. A megfelelő minőségű és határidejű szállítás a tervezdálkodás idején volt égető gond. A helyzet azonban több szempontból is megváltozott. Egyfelől az import liberalizálásával, a hiány enyhülésével már kevésbé volt érdemes a vevői pozíciót tulajdonosi kapcsolatokkal biztosítani. Másfelől a piac zsugorodása miatt – csak hogy munkát tudjanak adni az embereknek – a korábbi külső kooperációt a cégek eleinte akkor is megpróbálták kapun belülré visszahozni, ha ez nyilvánvalóan drágább volt. A kifelé terjeszkedés helyett a belső vertikum építése vált fontossá. De ezzel párhuzamosan sokhelyütt éppen ellenkezőleg, elkezdték szűkíteni a belső önellátást: a piacról most már olcsóbban beszerezhető termékek előállítását megszüntették (Globus konzervdoboz gyártás, sok gépipari vállalatnál az öntödék), vagy a tevékenységet belső érdekeltség formájában önálló társaságokba szervezték és részben eladták (szolgáltató cégek, a szállítmányozástól az üdülőig).

A befektetések legutóbb indult, harmadik szakaszában a kooperációs partnerek felvásárlása vagy beszállítói hálózatok kialakítása megint gyakoribb lehet, de most már nem elsősorban a termelésbiztonság, hanem profitnövelési és jövedelemátcsoportosítási szempontok miatt, továbbá a szigorodó minőségi követelmények teljesítése érdekében (Béres Rt., a textilipari cég, a Videoton akvizíciók és a bedolgozó kisvállalkozások létrehozásának terve).

Már az 1990-es évek elejétől egyre gyakoribbá vált viszont a vertikális termelési típusú terjeszkedés a gyártmányok tovább feldolgozása felé, mint ahogy azt az energetikai és alapanyag-ipari cégek példája, a MOL és a Dunaferr számos befektetése mutatja, vagy a Rába részesedés szerzése az Ikarus leányvállalatokban.

Ez a növekedési irány már a befektetés legfontosabb mozgatórugójának, a piacok bővítésének is része. A piacszerzés vertikális irányba mutató törekvése azonban legfőképpen a kereskedelem területén mutatkozott meg. Az általunk vizsgált cégek körében az látszik a legelterjedtebbnek, hogy kis- vagy nagykereskedelmi egységekben szereznek érdekeltségeket, hogy közelebb jussanak a vevőkhöz, közvetlenebb információt kapjanak, növeljék piaci részesedésüket.³⁴ Erre jó példa a Béres

³⁴ Korábbi kutatásainkban az ellenkező irányból induló integrálódásra is láttunk példákat. Nagyobb kereskedelmi cégek ipari üzemeket kezdtek felvásárolni, hogy megteremtsék értékesítésük termelési hátterét. A Transelektro külkereskedelmi vállalat megvette az Április 4. Gépgyárat, és először kisebbségi, majd többségi tulajdonrészt szerzett a Ganz Danubius Hajógyár önálló társasággá alakult Daru-Kazán gyáregységében, hogy javítsa esélyeit a nagy nemzetközi tendereken. Az utóbbi esetben azonban, a gyár telkén felépült Duna Plaza palotát látva felmerül a kérdés, hogy valóban a termelő kapacitások megszerzése volt-e a legfontosabb szempont.

Rt. terjeszkedése a gyógyszerári központok és patikák felé, a textilipari vállalat áruházlánc alapítása, a MOL befektetése benzinkutakba és gázszolgáltatókba.

A piacbővítés horizontális-termelési jellegű irányzata, vagyis amikor a befektető hasonló termékeket gyártó társaságban szerez érdekeltséget, a most vizsgált mintában ritkábbnak látszik. Ebbe a csoportba sorolható a Rába – DDC vegyes vállalat, bár csak némi fenntartással, hiszen más típusú motort gyártanak, mint az anyacég. A versenykorlátozó felvásárlás legnagyobb léptékű példája a Hungarovin és a Balatonboglári Borgazdasági Rt. összekapcsolódása, itt viszont inkább a közös külföldi tulajdonos, s nem a formálisan befektető Hungarovin terjeszkedéséről van szó. (Úgy tűnik, hogy a horizontális, mégpedig a tulajdonos és nem az érintett cég által generált terjeszkedés leginkább az élelmiszeriparra jellemző.) Az ilyen típusú egyesüléseket – mint ahogy a mintánkban szereplő textilipari cég elvetélt kísérlete is mutatja – a Versenyhivatal megvétőzhatja, ha két Magyarországon bejegyzett vállalkozásról van szó.

Talán a viszonylag jól szabályozott fúziókontroll az egyik oka annak, hogy a horizontális terjeszkedés leginkább a külföldre irányuló befektetéseket jeleníti meg. Míg korábban hazai cégek az országhatárokon kívül jórészt csak kereskedelmi képviselőket vagy más kisebb szolgáltató vegyes vállalatokat hoztak létre, az 1990-es évek közepétől terjedni látszik a szomszédos államokban működő versenytársak felvásárlása (Rába, Globus). Az sem kizárt, hogy a következő években, a vállalatok stabilizálódása után a belföldi piacon is a jelentősebb lesz az ilyen típusú befektetés, ahogy erre a konzerv-és textilipari cég jövőre vonatkozó tervei is utalnak.

Végül utolsóként említjük az érdekeltségek szerzésének tisztán pénzügyi-jövedelmezőségi indíttatását, mert ez 1990-es évek első felének Magyarországon ritkaságnak számít. A MOL több tucat befektetése között csak két ilyen találtunk – s ezek besorolása is kétséges –, másutt ez a motiváció fel sem bukkant.

Ennek feltételezésünk szerint megint csak a tőkehiány az egyik oka. A magyar vállalatok azokat a befektetéseket részesítették előnyben – ha egyáltalán volt pénzüjük és energiájuk külső érdekeltségek szerzésére –, amelyek közvetlenül kapcsolódtak termelésükhöz, illetve az értékesítés feltételeit javították. A másik ok az, hogy a iparvállalatok nyeresége és osztaléka ezekben az években alacsony volt. Nehezen lehetett olyan befektetést találni, amely jobb megtérülést ígért volna a kockázatmentes állampapíroknál vagy más többé-kevésbé likvid pénzügyi befektetéseknél. A részvények tényleges értéke, az elérhető árfolyamnyereség viszont a jellemzően tőzsdén kívüli kereskedelemben a tényleges eladási időpontjáig teljesen bizonytalan. Az értékesítés pedig nehézkes. Nagy részvénytársaságok esetében a procedúra az igazgatósági vagy közgyűlési döntésekkel, a pályázatok meghirdetésével és kiértékelésével lassú és költséges. Az érdekeltségek jó eladása mindenképpen türelemjáték, de a magyar tőkepiac alacsony likviditása a szokásosnál jobban

megnehezíti a helyzetet. Külső befektetést csak hosszabb távra érdemes tervezni, de a lépés még így is kockázatos: a tőke könnyen befagyhat vagy csak nagy veszteségek árán mobilizálható.

Ilyen körülmények között érthető a tisztán pénzügyi befektetések szórványossága. Ez azonban nem jelenti azt, hogy az érdekeltségeket szerző cégek ne várnák el ma már egyre határozottabban a megtérülési mutatók kedvező alakulását. megtérülésnek ez a kezelése nem jelenti azt – mondják a szakértők. Csakhogy a hozam nem feltétlenül osztalék vagy árfolyamnyereség formájában és nem is feltétlenül a leányvállalatok mérlegeiben jelenik meg. Lehet, hogy például a kiskereskedelem önmagában nem hoz nagy nyereséget, de ha ezzel a befektető cég piaci részesedése jelentősen növelhető, akkor ez az egész cégcsoportot – illetve a tulajdonost – gazdagítja. Éppen ezért fontos, hogy a tulajdonosi szálakkal összekötött cégek tevékenysége kapcsolódjon egymáshoz. Az is igaz, hogy a jövedelmek növelésének az adóminimalizáláson és más szabályozási kikapukon keresztül vezető útja ennek hiányában is jól működhet. (Ezt mintánkból a Béres Rt. székház-kft.-je mutatja, de a kis magánvállalkozások körében valószínűleg számtalan példát találunk.)

A motivációkat áttekintve azt mondhatjuk, hogy a szocialista vállalatoknak a piactól független növekedési hajszája, amit szakirodalom a tervgazdaság egyik sajátosságának tekintett³⁵, már az 1980-as évek végétől megszűnt. (De közvetlenül ezelőtt még sok nagyvállalat indított módszerét és irányultságát tekintve is “szocialista” nagyberuházásokat, amelyeknek aztán komoly szerepük volt az adósságok felduzzadásában és a cég tönkremenetelében.) Ezt követően a lehetőségek két oldalról is beszűkültek. Effektívebbé váltak a költségvetési és a piaci korlátok: egyrészt elapadtak az ingyenes vagy kedvezményes állami források, másrészt zsugorodott az értékesítési tér. Az időszak talán legfontosabb változása az volt, hogy az állam nemcsak a jövedelem-újraelosztó szerepből vonult vissza – mint láttuk, ez felemás és vállalatonként differenciált volt –, hanem a piacteremtő szerepből is³⁶. Az import adminisztratív visszaszorítása és a KGST államközi szerződések, valamint a fizetési kockázat központi átvállalása³⁷ korábban mintegy automatikusan biztosította a belföldi és a keleti piacot a magyar cégek számára. (Ezért pontosabb volna úgy fogalmazni, hogy a beruházás a tervgazdaság idején sem volt független az értékesítési lehetőségektől, hanem az állam garantálta a forrásokon kívül a piacot is.) Az 1980-as és 1990-es évek fordulójától a vállalatoknak vagy a kapacitások szűkítésével, a termelékenység növekedésével kellett alkalmazkodniuk a megváltozott feltételekhez, vagy maguknak kellett megtalálniuk az értékesítés lehetőségeit.

A növekedés és ezen belül a külső befektetések tehát most már nem hagyták figyelmen kívül a piaci körülményeket. Ez azonban nem jelenti sem azt, hogy vállalatok feladták volna a nagysághoz

³⁵ Lásd például Kornai János, vagy Bauer Tamás munkáit.

³⁶ Ennek az állításnak a részletesebb kifejtését lásd Voszka (1996.a).

³⁷ Ezt nevezte a szakzsargon promt inkasszónak: ahogy az exportált áru átlépte a határt, a cég azonnal lehívhatta az ellenértéket, függetlenül attól, hogy a partner mikor és hogyan fizetett a magyar államnak, vagy fizetett-e egyáltalán.

és a terjeszkedéshez kapcsolódó értékeket, sem pedig azt, hogy a piaci orientáció közvetlen profitmaximalizálási érdekeltséget jelentett volna. Láttuk, hogy a cég méreteinek megtartásafelduzzasztása a magántulajdonosok és a menedzserek számára is fontos maradt – részben szűken vett gazdasági, részben szociológiai okokból –, és a befektetéseknek nem önmagában az osztalék vagy árfolyamnyereség realizálása a legfőbb célja.

A befektetési döntések eljárásrendje és kritikus kérdései

Esettanulmányaink azt mutatják, hogy külső érdekeltségek szerzéséről és eladásáról hozott döntések a vállalatok mindegyikében a legkisebbektől a legnagyobbakig, a magáncégektől az állami kézben lévőkig erősen központosítottak. Az előbbieknél a tulajdonosnak, a nagy állami vállalatoknál gyakorlatilag a még mindig jelentős önállósággal rendelkező menedzsmentnek van meghatározó szerepe. Az eljárásrend egyre inkább kidolgozott. Részvénytársaságoknál formálisan az igazgatóság, bizonyos értékhatár felett a közgyűlés, valójában a sokszor személyes kapcsolatokkal is keresztülhálózott vállalati legfelső vezetés dönti el, hogy sor kerüljön-e befektetésre, s ha igen, akkor új céget alapítsanak vagy régit vegyenek, működő vállalkozást vagy eszközöket vásároljanak, megfelel-e a kiszemelt partner az érdekeltségszerzés céljainak.

Az új alapítás vagy egy meglévő cég felvásárlásának kérdése az általunk vizsgált esetekben nem vetődött fel élesen. Az esetek nagy részében akvizícióról volt szó, nem egyszer az államilag vezényelt privatizáció keretében. Új cég létrehozására – a Rába ebből a szempontból kivételes esetétől eltekintve – inkább a külső és belső befektetések közötti átmeneti formákban került sor (a MOL tevékenységleválasztási programja, a Videoton teljesen megújított egységei). A jövőre nézve azonban több vállalat is mérlegelte az előnyöket és hátrányokat. Egyfelől nyilvánvaló, hogy működő cég megszerzésekor az átalakítás, a létszám és a termelés átstrukturálása jelentős kiadásokkal járhat és sok időt is igényelhet. Másfelől a "zöldmezős" beruházás esetleg még több forrást követel, és nélküli azokat a piaci, termelési, kapcsolatrendszerbeli előzményeket, amelyek egy régi cég felvásárlását adott esetben előnyössé is tehetik.³⁸

A vállalati döntéseket ezen a ponton valószínűleg leginkább az elérhető lehetőségek szabják meg, csakúgy, mint a működő cég vagy eszközkivásárlás dilemmájának feloldását. Ha felszámolásból lehet megvenni gépeket, épületeket, akkor ez sokkal olcsóbb. A kérdés itt is az, hogy szüksége van-e befektetőnek az érintett cég piaci kapcsolataira, termelési kultúrájára, márkanevére, illetve tud és akarnak-e a vevő az átstrukturálással bajlódni.

³⁸ Ez a dilemma tulajdonképpen a magyar privatizáció egészére is érvényes. Mint tudjuk, a külföldi befektetők gyakran a zöldmezős beruházásokat részesítették előnyben a régi megkövesedett termelési és személyi struktúrákkal átépítésének kevésbé vonzó alternatívájával szemben.

A befektetésről hozott döntések két további fontos pontja a finanszírozás és a tulajdonhányad meghatározása.

A most vizsgált cégek közül a hitelből vásárlás nem fordult elő, ami természetesen nem jelenti azt, hogy a magyar gazdaság egészében is ez volna az általános. Az intő példák – vagy sokszor a saját rossz tapasztalatok – azonban nem maradtak hatástalanok. Az 1990-es években a nagy állami vállalatokra sem volt jellemző az eladósodással fedezett nagy léptékű külső befektetés. Ma már az is jól látszik, hogy a nagy kölcsönökből, gyorsan terjeszkedő magáncégek közül sok bajba jutott, esetleg a felszámolást sem tudta elkerülni. A mi cégeink óvatosabbak voltak. Aki tehetett, nyereségét forgatta vissza a külső befektetésekbe. A Béres Rt-nél, mint láttuk, éppen ez az egyik legfontosabb motiváció: a jövedelmek értelmes elköltése. A magyar vállalatok többségének azonban nem ez a gondja, hanem a pénzügyi források szűkössége. Az áthidaló megoldás sokféle lehet. A Videoton régi-új társaságaiba a külföldi partner hozta a gépeket és berendezéseket, és/vagy maga garantálta a szükséges hiteleket. Nemcsak a belső, hanem a külső befektetéseknél is gyakori is, hogy az anyavállalat apportot, épületeket és gépeket visz a társaságba. A székesfehérvári cégen kívül látványos példa erre a Rába újonnan épített, de kihasználatlan csarnokaira alapított vegyes vállalat, de kisebb léptékben megjelent ugyanez a módszer a Dunafernről és a MOL-nál is. A pénzügyi fedezetet gyakran a tulajdonos biztosította, mint a Globus vagy a Hungarovin esetében. Tőkeemeléssel akarja finanszírozni a terjeszkedést a textilipari cég is.

Noha első pillantásra egyszerűbbnek tűnik, kritikus kérdésnek bizonyulhat a befektető tulajdonhányadának meghatározása is. Széles körben jellemzőnek tűnik, hogy az anyavállalatok a számukra fontos termelő és kereskedelmi érdekeltségekben többségi vagy sokszor száz százalékos részesedésre törekcszenek. A Hungarovin-BB esetében, csakúgy mint sok más magyar privatizációs tranzakciónál az egyszerű többséget fokozatosan, néhány év alatt tornászta fel új tulajdonos akár a kizárólagosság eléréséig, de ezt láttuk, csak a másik oldalról, az Opel-Rába vegyes vállalatnál is. A legutóbbi időkg a Béres Rt. szintén ezt a konzervatív stratégiát követte, s csak 1997-ben társult egy pénzügyi partnerrel, amikor a túl nagy falatnak bizonyult gyógyszerári központot vette meg.

Kisebbségi részekkel, töredék tulajdonhányadokkal a befektetők leginkább a szívességi jellegű vagy kényszer vásárlásoknál, a cég számára periférikus tevékenységeknél elégedtek meg. Így ez a jellemző a korai, 1980-as és 1990-es évek fordulóján szerzett befektetések többségére a nagy állami vállalatok körében, ami az egységek működtetését és eladását is megnehezíti. (Ez mintánkban leginkább a MOL-nak okozott gondokat.). Az általános tendencián túl sajátos körülmények is közrejátszhattak a kisebbségi pozíció elfogadásában. A Rába-Opel együttműködést például a magyar fél eleve időlegesnek szánta, a hazai befektető likviditási helyzete kritikus volt, és a részesedés mértékét a megígért állami kedvezmény hiányában az apport nagysága szabta meg. (De jobb pénzügyi

pozícióból, hosszabb távra szóló befektetéseinél – DDC Motogyár alapításakor vagy a két Ikarus társaság megvásárlásakor – már a Rába is ragaszkodott a többséghez.)

Hozzá kell tenni, hogy a kisebbségi részvényt nem jelent feltétlenül kisebbségi pozíciót. Ennek alapvetően két oka lehet: vagy egy szindikátusi szerződés, amely – mint a Videoton esetében – töredék tulajdonhányad mellett is teljes menedzsment jogkört ad, vagy pedig a tulajdonosi szerkezet szétaprózottsága. Az utóbbit okot mintánkban a Rába likinói befektetése mutatja, ahol már a húsz százalékos részesedés is a irányító pozíciót jelent. Ezek a példák is alátámasztják annak fontosságát, hogy a tényleges döntési jogokat a statisztikában megjelenő tulajdonhányadoknál alaposabban, más empirikus módszerekkel is megvizsgáljuk.

Míg a korai befektetések, különösen a nagyvállalatoknál, sokszor átgondolatlanok voltak, ma már szinte mindenütt találtunk formalizált átvilágítási terveket, lépésről lépésre lebontott döntési eljárásokat a külső befektetések részleteinek, így a tulajdonosi hányad kívánatos mértékének meghatározására is. Ez természetesen nem jelenti azt, hogy a papírra vetett tervek minden esetben maradéktalanul érvényesülnének is. De ez már átvezet a külső befektetések, vagy általánosabban, a cég kezében portfóliójában lévő vagyon kezelésének módszereihez.

Változatok a vagyonkezelésre és az integrációra

A befektetési stratégiákhoz hasonlóan a vagyonkezelési módszerek kidolgozottsága is meglehetősen eltérő. A textilipari rt., a Hungarovin-BB tulajdonosa, a Rába vagy a Dunaferr átgondolt rendszert alkalmaz, míg a MOL-nál ilyen típusú megfontolások csak az utóbbi években jelentkeztek. A Béres Rt. ebből a szempontból átmeneti helyzetben van. A viszonylag kis családi vállalkozás irányítására alkalmas személyes-baráti kapcsolatok feltehetően nem lesznek elegendők az egyre szélesebb és tagoltabb portfólió kezelésére, s itt is át kell majd térni egy formalizált döntési rendre.

A kidolgozott eljárásrendek lényege az erős integráció, noha ez különböző formákban valósul meg. A vagyonkezelés rendszerének kialakítását megkönnyíti, illetve felgyorsítja, ha a cégnek sok belső befektetése is van. Ezt mutatja a Dunaferr példája is, ahol a külső és belső érdekeltségek irányítása nem válik el egymástól. Az előbbieket a belső üzletágakhoz sorolják, s annak megfelelő rendben felügyelik. Viszonylag erős integrációs tendenciákat láttunk a Rábánál is, ahol az ötven százaléknál nagyobb, leányvállalatként kezelt – a cég számára stratégiaileg fontos – beruházásokat szervesen beépítik a cég kontrolling rendszerébe. Hasonló a helyzet a Videoton külső, de még inkább átmeneti formának tekintett régi-új befektetéseinél. Sajátos megoldás a Hungarovin és a BB tulajdonosának legutóbbi lépése, a magyarországi vagyonkezelő holding létrehozására, a két termelő vállalat tőkéjének és a funkciók jelentős részének központosítása. Ez tulajdonképpen a lecsupaszított

termelőegység, a gyári státus felé mozdítja el a befektetéseket akkor is, ha formálisan megmarad önálló jogi személyiségük, sőt a Hungarovinnak a tulajdonosi pozíciója.

Ebből a szempontból is átalakulás előtt állhat a Béres Rt. Máris mutatkoznak a holdinggá szerveződés jelei, amelynek kifejlett formájában a részvénytársaság csak vagyonkezeléssel és kutatás-fejlesztéssel foglalkozik, működtetve az összes elkülönült termelő és kereskedelmi céget. Azt ma még nem lehet világosan látni, hogy milyen lesz az irányítás, de a magántőke általános viselkedése alapján az erős központosítás tendenciája látszik valószínűnek látszik. A 49 nagyvállalat vizsgálata ugyanis azt mutatta, hogy a privatizált cégek új külföldi tulajdonosai értetlenül nézték a magyar gazdaságban megszokott vállalaton belüli önállóság és nyereségérdekeltség rendszerét. Az ő felfogásuk szerint a részlegeket, divíziókat nem a profit növelésére kell ösztönözni – hiszen erre nincs közvetlen befolyásuk –, hanem a költségek csökkentésére. Mindez természetesen a cégcsoporton belüli elkülönültség jogi-szervezeti módjától is függ.

Ezen a ponton érdemes feltenni azt a kérdést, amit a kutatás sajátos szempontja miatt csak érintőlegesen tudtunk vizsgálni, hogy mi dönti el a külső befektetések integrálásának szorosságát, azaz meghagyja-e az anyavállalat a befektetés tárgyának jogi személyiségét, vagy – a tervgazdasági beolvasztások, illetve más, főként az angolszász piacgazdaságok példáját követve – teljes mértékben integrálja az új céget. Egyelőre úgy tűnik, hogy népszerűbb az elsőként említett módszer, még akkor is, ha a befektető tulajdonhányada száz százalékos. Ebben feltételezésünk szerint szerepet játszhat a “divat”, egyfajta szervezési reflex. A korábban nem használt társasági forma az 1980-as évek végétől viharos gyorsasággal terjedt, és a kezdeti időszakban csodaszernek tűnt sokfajta nehézség megoldására – ami a külső befektetéseket is mintegy automatikusan erre a pályára terelte.

Nyilvánvaló azonban, hogy a vállalatok e kérdés eldöntésénél nemcsak reflexeket követtek, hanem többféle racionális szempontot is mérlegelnek. A befektetések társasági formájának megtartása mellett szólhatott az, hogy az 1990-es évek elején a magyar vállalatok többsége – az államiak és az új magánvállalkozások egyaránt – belső szervezeti és irányítási rendszerük gyökeres átalakításával vagy kiépítésével küszködtek. Az amúgy is bonyolult feladatot nem akarták újabb részlegek és tevékenységek tehertételével nehezíteni. A vagyonkezelés elemzése arra utalt, hogy az önálló kft-k, rt.-k irányítását megkönnyítette, ha az anyacég sok belső társasággal is rendelkező holding vagy konszern, mert akkor az újonnan szerzett érdekeltségeket egy meglévő számviteli-döntési rendbe lehetett illeszteni.

Egy másik fontos szempont a kockázatok elhatárolása. A hiteleket például nem feltétlenül az anyavállalatnak kell felvennie – ezt az önálló cég is megteheti. Az esetleges kudarcok sem az egész vállalatcsoportot, hanem csak az adott kft.-t vagy rt.-t sodorják bajba. Ezeket a megfontolásokat láttuk például a Videotonnál. A Béres Rt. hasonló döntését viszont főként az motiválhatta, hogy a tulajdonos nem látott szívesen új részvényeseket az anyacégben, ugyanakkor elkülönülten tartott befektetéseibe a

szükséges külső tőke megszerzése érdekében esetenként társtulajdonosokat is bevon. Tóth István János (1997) tanulmánya ezt a hipotézist a kisvállalkozásokkal kapcsolatban általánosabban is megfogalmazza: „Az új vállalkozások alapításában feltehetően a tőkebevonás szempontjai játszanak leginkább közre, mivel egy új vállalkozásba vagy könnyebb új társtulajdonost keresni és új tőkét bevonni, vagy maga a vállalkozó használja ezt módot a meglévő saját vállalkozásba való új tulajdonosok belépésével, illetve a meglévő tulajdonosi részarányok változtatásával szemben” (i.m. 13. oldal).

Az érdekeltségek alapítása felé terel a szabályozási rendszer több eleme. Az elmúlt években a külföldi tőkével közösen alapított vegyes vállalatok adókedvezményt kaptak, az átírási illetéket meg lehetett takarítani, ha a befektetés önálló társaságként szerveződött, vagy megtartotta ezt a formát. Lényeges lehet a jövedelmek adóminimalizáló átrendezése a cégcsoporton belül, illetve az a megfontolás, hogy a sok külső befektetéssel rendelkező tulajdonos egyes cégeit különböző célokra tudja felhasználni: az egyiket a jövedelmek kimentésére az adózás alól, a másik magas tőkével jó megtérülési mutatókkal felruházott egység bankhiteleket vehet fel vagy különféle együttműködési formákban szolid, megbízható partnerként jelentkezhet³⁹. Előfordul, hogy nem a nagy tőkeerőt, hanem éppen a kisvállalkozás jelleget érdemes felmutatni, például ha a kormányzati támogatások éppen ezt a kört részesítik előnyben.⁴⁰ A sokarcú társaságok tehát sok egymással ellentétes követelménynek is eleget tudnak tenni, s ez a rugalmasság a magyar gazdaság hektikusan változó közegében különösen fontos.

Az önálló társasági keretek fenntartását a vásárlás után esetenként az állami privatizációs szervezetekkel kötött szindikátusi szerződések is előírhatják, mint a Hungarovin-BB eset mutatja. Ebből a példából azonban az is világos, hogy az előírások tartalmilag könnyen megkerülhetők: a két magyar társaság formális önállósága a Henkell magyarországi vagyongazdálkodó cégén belül nem feltétlenül takar valóságos gazdálkodási önállóságot is.⁴¹

Végül a befektetési formát indokolhatja a földrajzi távolság, a jól elkülöníthető tevékenység, viszonylag laza kapcsolódás az anyacéghez. Ez elsősorban a külföldi tulajdonba került vállalatokra jellemző, de mint láttuk, a “közelebb a termeléshez” irányzata, a többszörös holding szerveződés ilyenkor is megjelenhet. S a magyar befektetők is mérlegelhetik ezeket a szempontokat. Az általunk vizsgált textilipari cég vezetői „a felvásárolt cég földrajzi elhelyezkedésétől, kapacitásától és

³⁹ Lásd erről Tóth (1997) tanulmányán kívül Rózsahegyi György (1996) alapos és a mérlegadatokat elemzésével kapcsolatban teljesen elbátortalanító vizsgálatát.

⁴⁰ Az ipari tárca nemrégiben meghirdetett háttérpári nemzeti programja az elektronikai és járműipari részegységek beszállításának fejlesztését preferálja. Ha itt méretbeli kritériumok is vannak, gyakorlatilag semmi akadálya nincs annak, hogy például a sok ezer főt foglalkoztató Videoton vagy Ikarus meglévő vagy újonnan alapított kis kft-i sikerrel szálljanak versenybe a központi pénzekért.

⁴¹ Meg kell egyébként jegyezni, hogy a Henkell holding létrehozása nem egyedülálló. Hasonló útra lépett többek között a Siemens is, amely az elmúlt években a több magyar nagyvállalatot megvett.

profiljától függően döntenek majd abban a kérdésben, hogy önálló gyárként üzemeltessék-e a megszerzett új céget, vagy az eszközök átcsoportosításával olvassák-e be a részvénytársaságba” (Szalavetz 1997. 16. oldal). Itt találkoztunk annak a tényezőnek a legalaposabb megfontolásával is – amelyet az állami vállalatok a 1990-es években nem mindig vettek figyelembe –, hogy a befektetés sokszor nem annyiba kerül, amennyiért megvásárolják, hanem további ráfordítások is szükségesek. Ez egyben azt is jelenti, hogy olcsón venni sem mindig érdemes, különösen akkor, ha nemcsak a “drágán eladni” esélye bizonytalan, hanem – a magyar tőkepiac adott likviditási feltételei mellett – önmagában a továbbadás lehetősége is.

A befektetések önálló jogi személyiségének megszüntetését motiválhatja mindazoknak az érveknek a hiánya, amelyeket a kft vagy rt. forma fenntartása mellett felhoztunk. Általában véve a teljes integráció mellett szól a közvetlen irányítás igénye, a jobb áttekintés és kézbentartás. Ez különösen az alapvető fontosságú tevékenységeknél, illetve vertikális termelési kapcsolat esetén lehet lényeges. Bár ma még az érdekeltségek önálló társaságként kezelése tűnik gyakoribbnak, nem biztos, hogy minden vállalati körben hosszabb távon is ez marad az általános irányzat. A változás mozgatórugója lehet az időközben megszerzett tapasztalat, az anyavállalatok belső szervezeti-irányítási rendszerének stabilizálódása, a szabályozási környezet átalakulása. A jövőbeli tendenciák, illetve az egyes döntési szempontok konkrét érvényesülésének vizsgálata további kutatásra érdemes.

Az “önálló társaság vagy teljes integráció” kérdésének eldöntése alapvetően befolyásolja egy-egy vállalat, de még inkább a széles körre kiterjedő statisztikai adatok által mutatott befektetési szerkezet alakulását. A textilipari cégről szóló esettanulmány (Szalavetz 1997) is felhívja a figyelmet arra, hogy ha egy nagyobb termelőegységet megvesznek és azt beolvasztják az anyavállalatba, akkor az a külső befektetéseknek a jegyzett tőkéhez viszonyított aránya jelentősen csökken (hiszen az összes tőke nagysága emelkedik), míg az önálló kft forma megtartása nagy ugrás hozna az ellenkező irányba. A vállalati mérlegek “befektetések” sora ugyanis csak az utóbbi megoldás esetén nő. Még óvatosabban kell tehát kezelni ezt az adatsort, mert a befektetések stagnálása vagy éppen csökkenése legalább két gyökeresen különböző jelenségre utalhat: arra, hogy a növekedés meghatározott vállalatcsoportokban lanyhul, vagy arra, hogy a terjeszkedés újfajta stratégiája, a teljes integráció válik gyakoribbá a társasági formával szemben.

A külső befektetések hatása az érintett cégekre

Végül érdemes közelebbről megvizsgálni azt a kérdést, hogy milyen hatást gyakorolt az érdekeltségek megszerzése a vevőkre, az eladókra és a befektetések tárgyára, rögtön hozzátéve, hogy az utóbbi két szereplőcsoportról viszonylag kevés az empirikus tapasztalat. Vizsgálataink során elsősorban a befektető vállalatok szempontjairól tájékoztunk.

Az érdekeltségek tárgyaként megjelenő cégek működő vállalkozások esetében sem találkoztunk olyan éles konfliktusokkal, amelyekben az érintettek határozottan tiltakoztak volna az új tulajdonos ellen – de lehet, hogy ez csak kutatásunk körének szűkességéből következik.⁴² A megvásárolt társaságok – csakúgy, mint a másik szereposztásban a magánkézbe jutott vagy privatizáció előtt álló anyavállalatok többsége – helyzetük stabilizálását várták az új részvényesektől. Ennek az érintettek helyzetétől függően több fokozata létezik.

A korai szívésségi befektetések jelentős része – akár meglévő vállalatok átalakulásáról, akár egy-egy önállósulni kívánó csoport vagy részleg társasággá szerveződéséről volt szó – alapvető fontosságú volt a rövid távú célok eléréséhez. Hasonlóképpen, a gyenge likviditási és/vagy piaci pozícióban lévők számára a tőkeerős, esetleg értékesítési lehetőségeket is hozó tulajdonos befektetése életmentő lehetett, mint a Hungarovin-BB vagy a Dunafer-Hódgép esetében, de a MOL megjelenése is valószínűleg sokak számára jelentett biztonságot, javuló pénzügyi és piaci hátteret.

Kevésbé kiélezett helyzetekben – például az Ikarus nyereséges leányvállalatainak megvásárlásánál – is lényeges lehetett az érintettek számára a piacbővülés, illetve az, hogy egy biztosabb lábakon álló nagyvállalathoz csatlakozhattak. (A tulajdonosváltás magával hozhatta viszont a korábban többé-kevésbé belső árakat használó elszámolási rendszer felülvizsgálatát, ami egyes partnereket érzékenyen is érinthetett.) Krónikus bajok híján is kedvező hatást gyakorolhatott önmagában az új tulajdonos megjelenése, a privatizációt megelőző elhúzódó bizonytalanság megszűnése, mint a Béres Rt. beszállása a gyógyszerári központokba és patikákba.

Az esettanulmányok azt mutatják, hogy a szereplők pozitív várakozásai az 1980-as évek végének befektetéseivel kapcsolatban gyakran nem teljesültek: sok, főként kisebb érdekeltség tönkrement, a felszámolás sorsára jutott, legjobb esetben többször változtak a főrészvényesei. Az újabb keletű befektetések végeredménye ma még az eltelt idő rövidege miatt nem ítéltető meg egyértelműen. Az azonban biztos, hogy ezek közül is több volt, amely nem váltotta be a reményeket: a Hódgép alapvető nehézségein például a Dunafernek sem sikerült úrrá lenni.

Ha nem új cég alapításáról, hanem működő vállalkozás egyes részlegeinek megvásárlásáról van szó, akkor a tranzakció a befektetőn és a befektetés tárgyán kívül egy harmadik társaságot is érint, az eladót.⁴³ Esettanulmányaink közül e hatás fontosságát a Rába mutatja a leglátványosabban, mégpedig mindkét szereposztásban, az Ikarus kft-inek megvásárlásával, illetve az Opellett létrehozott vegyes vállalat üzletrészeinek eladásával. Mindkét példa azt támasztja alá, hogy a külső befektetés értékesítése az eladó szempontjából is életmentő – vagy legalábbis alapvető fontosságú – lehet. Az

⁴² Egyetlen ilyen, bár az esettanulmány által nem a külső befektetések közé sorolt ellenpéldát említhetünk, a MOL-Mineralimpex házasságot. A sok évig húzódó, politikai szempontokkal is átszőtt ügy felderítése azonban meghaladta erőnket.

éppen gyenge helyzetben lévő cég arra kényszerülhet, hogy elfogadja az erősebb partner, a vevő feltételeit, ugyanakkor legalább lélegzetvételnyi könnyebbséghez juttatja az érdekeltségétől megváló vállalatot (Ikarus), vagy hozzásegíti pénzügyi pozíciójának stabilizálásához (Rába).

Adott esetben tehát a befektetések eladása lehet a leglényegesebb – de ahhoz először jó érdekeltségeket kell szerezni. Kielezett helyzetektől eltekintve azonban a cégek általában nem a rövid távú továbbadás szándékával vásárolnak. Milyen hatást gyakorolnak ezek a hosszabb időre tekintő érdekeltségek az anyavállalatok működésére?

Az alaptökhöz viszonyítva kicsi, a főtevékenységhez csak lazán kapcsolódó befektetések – még ha számos érdekeltségről van is szó – kevésbé befolyásolják a vállalatok eredményeit és piaci pozícióját. (Ez mintákban leginkább a nagy állami cégekre, MOL-ra és a Dunaferrre jellemző, de a közepes nagyságú textilipari vállalatokra és a Globusra is áll.) A Videoton helyzetének stabilizálásában viszont alapvető szerepet játszottak a külső és belső befektetések közötti átmenetnek tekintett, gyökeresen átalakított termelési szerkezetű régi-új egységek. A Hungarovin esetében már nem ilyen egyértelmű a megítélés. A Balatonboglári Borgazdasági Rt. megvásárlásával javultak a beszerzési és – főként – értékesítési lehetőségek, jelentősen nőtt a piaci részesedés. Ha azonban feltételezzük, hogy a közös tulajdonos központosítási törekvésében, a Henkell vagyonkezelő létrehozásában közrejátszott a magyarországi befektetések kiterjedése, és éppen a BB beépülése a vállalatcsoportba, akkor ezért az akvizícióért a Hungarovinnak gazdálkodási önállósága további szűkülésével nagy árat kellett fizetnie.

Az esettanulmányainkban szereplő többi nagyobb léptékű terjeszkedés vagy nagyon friss, vagy még csak a tervekben létezik, ezért a következményekről nem lehet megalapozott véleményt mondani. Mindkét körben felbukkant azonban olyan példa, amely a vállalkozás körének és felépítésének gyökeres átalakulását hozhatja magával: az egyik a Béres Rt. gyors terjeszkedése 1996-97-ben, a másik a Videoton ipari park és bedolgozó hálózat koncepciója. Feltételezhető, hogy a megvalósult, illetve tervezett befektetések valóban hozzásegítik az anyavállalatokat a termelési kapacitások bővítéséhez és új piacok megszerzéséhez. Ugyanakkor kérdéses, hogy miként befolyásolja egy ilyen méretű és ütemű terjeszkedés a szervezetet, a belső irányítást és a termelési kapcsolatrendszer egészét, nem kell-e tulajdonosoknak destabilizáló hatásokkal számolni. Vagyis a kérdés az, hogy hogyan és hol lehet meghúzni a racionális növekedés határait.

⁴³ Ez a harmadik szereplő akkor nem társaság, ha állami intézmény az eladó, vagy a magántulajdonos teljes egészében értékesíti a céget. Az utóbbi esetre példa a magáncéggént létrehozott, majd jó áron értékesített Pharmavit.

4. Következtetések és kérdések

A tanulmány lezárásaként röviden összefoglaljuk, hogy milyen következtetések vonhatók le külső befektetések elterjedtségéről és jellegzetességéről a kis esetszámú empirikus vizsgálat és a nagy vállalati mintákra kiterjedő, de több szempontból korlátozott érvényű statisztikai elemzés alapján.

Először is le kell szögezni, hogy nincs egyértelmű megfeleltetés a vállalati siker (versenyképesség) és a növekedése között. Egyfelől a vállalatok növekedése-terjeszkedése, különösen az 1980-as évek végén, nem járt feltétlenül a versenyképesség javulásával, hanem a mélyülő válság kezelésére tett – nem mindig eredményes – kísérletnek tekinthető. Másfelől a versenyképesség javulása az 1990-es évek Magyarországon nem párosult feltétlenül a növekedéssel. A cégek többségének pénzügyi és piaci helyzetét stabilizálni kellett, s ez sokszor nem a kapacitások és a létszám növekedését, hanem a foglalkoztatás leépítését és a belső "szerves", minőségjavító beruházásokat jelentette. Hozzá kell tenni, hogy ezek a lépések nem mindig kötődtek új magántulajdonosok megjelenéséhez – sokszor az állami vállalatok menedzsmentje is eredményes erőfeszítéseket tett a reorganizációra.

Másodszor, fontosnak látszik a korábbi részlegekből alapított belső és a régi vállalati kereteken túllépő külső befektetések megkülönböztetése, mert a két kategória különböző vállalati helyzeteket jelez, eltérő célok alapján más mozgatóerőket követ. A külső és a belső érdekeltségek összemosása megnehezíti mind a befektetések tendenciájának megítélését, mind pedig a mögöttük meghúzódó motivációs modell felrajzolását.

A két állításból következően, harmadszor, nincs egy-egy értelmű megfeleltetés a külső befektetések és a vállalati siker között sem. Egyfelől a külső érdekeltségek szerzése nem jellemző minden versenyképes vagy éppen növekedési pályára lépő cégre. A vállalati növekedésnek vannak olyan útjai is, amelyek nem kapcsolódnak új társaságok alapításához vagy meglévők felvásárlásához. A külső befektetések megjelenése tehát a sikeres vállalatok körében is differenciált, és az időbeli trend sem egyirányú. A belső fejlesztésekre összpontosító növekedés nemcsak a külső befektetések arányát csökkenti, hanem maguknak az érdekeltségeknek a leépítésével (eladásával, felszámolásával, beolvasztásával) is járhat. Tovább bonyolítja a képet, hogy a kifelé terjeszkedés sem mindig külső befektetés: a megvásárolt cég teljes integrációja, azaz beolvasztása elfedi a növekedés forrását. Másfelől a külső befektetés nemcsak a növekedés vagy a versenyképesség jele lehet, hanem sajátos feltételek között a tervgazdaságban megszokott terjeszkedési stratégia továbbvitelére is utalhat vagy éppen a vállalati válságot jelezheti.

Az aggregált számok – nemcsak szélesebb vállalati körben, hanem egy-egy cég esetében is – félrevezetőek lehetnek. A külső befektetések számának vagy értékének viszonylagos stabilitása nagy

fluktuációt is takarhat. Az azonos darabszámok mögött az anyavállalatok számára eltérő fontosságú, nagyságrendileg is különböző tőkelekötéssel járó érdekeltségek húzódnak meg. S még a befektetett tőke nagysága sem feltétlenül jellemzi jól az érdekeltségek jelentőségét. Ha például az eszközöket, ingatlanokat csak bérlő a leányvállalat, akkor kicsi saját vagyonnal is nagy termelést, forgalmat produkálhat.

A külső befektetés tehát önmagában több okból is keveset mond a vállalati növekedés mértékéről és a versenyképesség változásáról. Ezeknek az összefüggéseknek a szem előtt tartásával mégis érdemes a terjeszkedésnek ezt az útját vizsgálni, mert az 1990-es évek magyar gazdaságfejlődésének e jellegzetes megnyilvánulása a cégek magatartásmintáinak fontos oldalait világíthatja meg.

A vállalatoknak a külső befektetésekkel kapcsolatos stratégiáját elemezve különbséget kell tennünk a felnövekvő magánvállalkozások és a közepes, illetve a nagy állami cégek között. Míg a magánvállalkozásoknál a külső befektetés egyértelműen a növekedés mutatója, ugyanezek a lépések az állami cégeknél a 1980-as és az 1990-es évek fordulóján sokszor a stratégia hiányát, a korábbi „nagyvállalati önmozgás” továbbélését jelezték. A nagyobb csoportokon belül az egyes cégek külső befektetésekkel kapcsolatos attitűdjét további tényezők is differenciálják, többek között a cég múltja (a vállalati kultúra, az ebbe beépült korábbi tapasztalatok), tevékenységének jellege – például a kooperációs igény –, a likviditási helyzet, a versenyhelyzet és a piaci pozíció, a vállalati életciklus adott szakasza.

Az empirikus adatok alapján a befektetéseknek három periódusát különítettük el. Az 1980-as évek végétől induló első szakaszra az állami vállalatok körében az alaptevékenység szempontjából periférikus jelentőségű, szétaprózott, de szám szerint nem elhanyagolható mennyiségű befektetések jellemzőek. Az 1990-es évek eleje a vállalati belső stabilizálás és reorganizáció időszaka – új tulajdonossal vagy anélkül –, amely általában a külső befektetések stagnálásával vagy visszaesésével járt. 1995-96-tól, talán az általunk vizsgált vállalatoknál szélesebb körben is megindult a nekirugaszkodás – legalább többé-kevésbé megalapozott tervek formájában –, s a növekedés a külső befektetések újabb hullámát hozhatja magával.

Lényegében ez az időbeli hullámváltozás oldja fel azt az ellentmondást, amellyel a piaci helyzet 1980-as évek végétől számítható változása következtében szinte minden állami vállalatnak szembe kellett néznie⁴⁴. Az egyik oldalon ugyanis a vállalatokat szorította a források és piacok szűkössége, a „karcúsítás”, a kapacitások leépítésének-átrendezésének igénye, amit a kooperációs feltételek javulása, a hiányok megszűnése elő is segített. A másik oldalon viszont erősödött a verseny az értékesítésben is, ami kívánatossá tette a horizontális és vertikális terjeszkedést, miközben csábított az

⁴⁴ Az új magáncégek helyzete ebből a szempontból is alapvetően más, mert nem kellett megküzdeniük a korábbi évekből származó, jórészt csak tehetélt jelentő örökséggel.

állami vagyon privatizációjának "minden eladó" hangulata és az olcsó vásárlás lehetősége. Úgy tűnik, hogy a cégek többségére az 1990-es évek elejéig inkább e tényezők első csoportja hatott – beleértve a korábbi befektetések leépítésének kényszerét vagy célszerűségét is-, és csak a legutóbbi időszakban jutottak el – de most már sokan eljutottak – a nagyobb léptékű növekedés küszöbére. Mivel azonban a magyar privatizáció a végéhez közeledik, ennek előnyeiből az egyébként maguk is új tulajdonosra váró, a befektetések tárgyaként szereplő hazai vállalatok csak kevésbé részesedtek. Különböző módszerekkel megerősített pozíciójukból most a szomszédos országok talán fellendülő privatizációs kínálatát tudják majd sokan kihasználni. Ez lehet a magyarázata a külföldre irányuló terjeszkedés élénkülésének, s egyben ez lehet az egyik legfontosabb előnye a magyar állami tulajdon viszonylag gyors leépítésének – ami a növekedés pótlólagos forrásává is válhat a következő években.

A külső befektetések egyes periódusaiban eltérőek a motivációk is. Míg kezdetben a szívességi- és kényszerbefektetések domináltak, később a jobban megfontolt érdekeltség szerzés egyértelműen a piacszerzés felé mutatott, akár a termeléshez, akár a kereskedelemhez kapcsolódott. A fő irány a vertikális jelleg, de ezen belül a keresleti orientáció (a beszállítás és kooperáció kapun belülre hozásának szándéka) mellett mind fontosabbá vált a kínálati oldal, a piacbővítés. Egyelőre a horizontális bővülés – az azonos profilú versenytársak felvásárlása – nem tűnik gyakorinak. Ez alól az élelmiszeripar kivétel, továbbá az országhatárokon túllépő befektetések egyre gyarapodó csoportja. A piacszerzési motiváció tulajdonképpen természetes, az alaptevékenységhez szorosan kapcsolódó megközelítést jelent. A pusztán pénzügyi jellegű, a hozamokra és árfolyamnyereségekre összpontosító befektetésnek a magyar termelővállalatok körében az 1990-es években ritkák, ami természetesen nem jelenti azt, hogy az érdekeltségek megszerzéséhez ne fűződne jövedelmezőségi követelmények.

A növekedés és ezen belül a külső befektetések tehát most már nem hagyják figyelmen kívül a piaci körülményeket. Ez azonban nem jelenti sem azt, hogy vállalatok feladták volna a nagysághoz és a terjeszkedéshez kapcsolódó értékeket, sem pedig azt, hogy a piaci orientáció közvetlen profitmaximalizálási érdekeltséget jelentene.

Az érdekeltségek megszerzését és eladását érintő döntéseket a cégek a fontos tulajdonosi döntések közé sorolják, ezért erről a főrésztvényesek mondják ki a végső szót. (A ma is jelentős önállósággal bíró állami nagyvállalatoknál azonban sokszor meghatározó a menedzsment befolyása.) Az előkészítés eljárásrendje ma már gyakran formalizált. E döntések lényeges eleme a finanszírozás és a tulajdonhányad meghatározása, illetve az integráció szorosságának megszabása. A mintánkban szereplő cégekre a hiteltől vásárlás nem jellemző, gyakori viszont az eszközök, ingatlanok apportálása. Az 1980-as évek végén az állami vállalatok körében még általánosnak tekinthető kisebbségi-törédék tulajdonhányadokat később egyértelműen a többségi részesedésre vagy meghatározó pozícióra törekvés váltotta fel.

A gyakran széles portfólió kezelésére a vállalatok egy része még csak most alakítja ki a stabil módszereket, másutt évekkal ezelőtt kidolgozták a döntési-irányítási rendszert. Az utóbbi esetekben általános törekvésnek látszik a szigorú pénzügyi ellenőrzés, de sokhelyütt a részletekbe menő operatív irányítás is. Ez felveti azt a kérdést, hogy érdemes-e a befektetések önálló jogi személyiségét megtartani. Eddig az látszik jellemzőnek, hogy a cégen kívülre irányuló terjeszkedés során az anyavállalatok ritkán választják az integráció útját, azaz a növekedés befektetés formájában jelenik meg. Nem kizárt azonban, hogy ez a tendenciát a jövőben a teljes beolvasztások növekvő gyakorisága tarkítja majd.

A külső befektetéseknek az érintett cégekre gyakorolt hatásáról azt mondhatjuk, hogy azok egy része az anyavállalat és/vagy a megvásárolt-létrehozott cég szempontjából kiemelkedően fontos lépés volt. A nagyvállalatok többsége számára azonban ezek az érdekeltségek mind a tőkenagyság, mind pedig a tevékenység egésze szemszögéből periférikusak. A befektetések egyik csoportja mindkét fél várakozásainak megfelelt, és a működésképtelennek bizonyult – általában a korai – befektetések sokszor megszűntek. Itt azonban komoly gond a magyar tőkepiac likviditásának a hiánya: a megszerzett befektetésektől sokszor nehéz megszabadulni.

Mint ahogy a bevezetőben is állítottuk, kutatásunk inkább további hipotézisek megfogalmazására alkalmas, mintsem arra, hogy végérvényes megállapításokat tegyen. Ezért végszóként – az esettanulmányok szerzőinek véleményét is figyelembe véve – megfogalmazunk néhány olyan kérdést, amelyek további vizsgálata érdekesnek tűnik.

A külső befektetések statisztikai elemzésének folytatásakor célszerű volna még világosabban leírni a korlátokat: mit mutat a külső befektetések változási tendenciája, és minek a jellemzésére nem alkalmas. Bár a külső és a belső befektetéseket a mérlegekből nem lehet elkülöníteni, kérdőíves-kikérdezéses módszerekkel érdemes volna erre is kísérletet tenni.

Fontos volna a belső, szerves növekedés és a külső befektetések közötti választási szempontok és a hangsúlyeltolódások feltérképezése. Természetesen továbbra is érdemes mindezt általánosabban vizsgálni: mennyire elterjedt és mi a jelentősége a hálózati terjeszkedésnek, a holding szerű szerveződéseknek az 1990-es évek Magyarországon. Ehhez kapcsolódva érdemes megkülönböztetni a társaság bővülését és a tulajdonos terjeszkedését.

Csak a következő évek fejleményei erősíthetik meg vagy cáfolhatják a nekirugaszkodásra vonatkozó hipotézist. Igaz-e, hogy 1995-96-tól sok cég növekedésnek indult, milyen vállalati csoportokra jellemző ez leginkább, mik a mozgatórugók és melyek a leggyakoribb formák? Mekkora szerepe van ebben a külső érdekeltségek szerzésének?

Kutatásunk elágazik a tulajdonosi jogok gyakorlásának, a vállalati portfólió kezelésének, általánosabban a vagyonkezelésnek a kérdésköre felé, amelyek a magyar gazdaságban a közeljövőben

nemcsak az állami tulajdont érintik (bár minden bizonnyal arra is vonatkoznak majd), hanem a magáncégek külső befektetéseinek irányítását is.

A vizsgálat elágazik a szabályozási és intézményi környezet hatásai felé is, felvetve például azt, hogy az adórendszer vagy a hitelhez jutás lehetőségei miként motiválják, illetve korlátozzák a vállalati növekedés mértékét és formáit. Ehhez kapcsolódik a befektetések piacának és szélesebb értelemben a magyar tőkepiac likviditási helyzetének vizsgálata is.

Hivatkozott irodalom

- Andrási Zoltán* (1996.a): Dunaferr esettanulmány, kézirat, március
Andrási Zoltán (1996.b): A Dunaferr Rt. külső befektetései, kézirat, december
Antalóczy Katalin (1996): Nagyvállalatok a gyógyszeriparban (a Chinoin és az Egis átalakulása és privatizációja), kézirat, március
Balabán Péterné (1995): A Borsodchem Rt. csődtől a tőzsdéig, kézirat, szeptember
Chikán Attila (1995): Versenyképesség és a gazdasági szereplők közötti interakciók, tervtanulmány
Czakó Erzsébet (1995): Versenyképesség az iparágak szintjén, tervtanulmány
Erdős Vera (1996): A Lenin Kohászati Művek és a Dimag, kézirat, május
Fahidi Gergely (1996): "Ezentúl sem fedjük fel az üzleti szerződéseinket", *Heti Világgazdaság*, február 10.
F.B. (1996): A Tiszai Vegyi Kombinát készpénzben fizet a MOL-nak, *Magyar Hírlap* június 4.
Fogarassy Gabriella (1996): Együtt egymásért, avagy informális irányítás a Béres-csoportban, kézirat, november
H.L. (1997): Háttérpar-fejlesztő nemzeti program, *Magyar Hírlap* január 13.
Havas Attila (1996): Fehérvári képregény, *Figyelő*, 5. szám
Havas Attila (1997) Túlélés, siker, növekedés, befektetés (újraértelmezési kísérlet a Videoton példáján), kézirat, január
Kelemen Károly (1995): A piactudományra való áttérést és a privatizációt követő változások a Richter Gedeon Vegyészeti Gyár működésében, kézirat, november
Köhegyi Kálmán (1996): Adatok a versenygazdaság tulajdonosi szerkezetének alakulásáról 1992-1995 között, kézirat, december
Laki Mihály (1994): Vállalati viselkedés elhúzódó válság idején, In: *Miért hagytuk, hogy így legyen*, KJK-MTA Közgazdasági Intézet
Ludányi Arnold (1995): OKGT-MOL, kézirat, szeptember
Ludányi Arnold (1997): A MOL külső befektetései, kézirat, január
Major Iván (1996): Az 1972-ben kiemelt 49 nagyvállalat életútja 1980 és 1993 között a mérlegadatokról, Pénzügykutató Rt, kézirat
Marnitz István (1996): Dunaferr vagyongazdálkodás 12,5 százalékos sikerdíjért, *Magyar Hírlap* október 21.
Szabó Márton: Vállalati külső befektetések az élelmiszeriparban 1996. kézirat, december
P. K. (1996): Kétszeres gázár: megszűnik a veszteség, *Magyar Hírlap* február 2.
Rózsahegyi György (1996): Beruházás és felhalmozás, Pénzügykutató Rt., műhelytanulmány, június
Szalai Erzsébet (1989): Gazdasági mechanizmus, reformtörekvések és nagyvállalati érdekek, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó
Szalavetz Andrea (1997): Növekedés a versenypozíció megszilárdítása érdekében (egy textilipari cég befektetési politikája példáján), január
Sz. B. (1997): A Béres Rt.-é lehet a Libra, *Magyar Hírlap* január 10.
Szerencsi András – Szikszai Szabolcs (1996.a.): Interjú a Rába kontrolling és stratégiai igazgatójával, október

- Szerencsi András – Szikszai Szabolcs* (1996.b.): Befektetések a Rába Magyar Vagon és Gépgyár Rt.-nél, kézirat, november
- Takács Sándor* (1996): A TVK és a MOL viszonya, kézirat, március
- Tóth István János* (1997): Vállalkozásokba való befektetések a magyar vállalkozások körében 1992-1994 (empirikus adalékok), február
- Voszka Éva* (1995): A rejtőzködő privatizáció sikeres útja: a Videoton esete, kézirat, október
- Voszka Éva* (1996.a): A dinoszauruszok esélyei, Nagyvállalati szerkezetátalakítás és privatizáció, Pénzügykutató Rt., kézirat, november
- Voszka Éva* (1996.b): Nagyvállalati stratégiák a versenyképesség növelésére, In: A vállalati tulajdonosi szerkezet változásainak hatása a versenyképességre, MTA Közgazdaságtudományi Intézet Intézményi Kutatások Műhelye, december

Mellékletek

1.sz. melléklet:

A belső és külső befektetések általános jellemzői⁴⁵ az 1990-es évek elején Magyarországon

	Belső	Külső	Átmeneti – köztes
Bázis	A befektető cég gyára, részlege, főosztálya, lényegében a régi tevékenység folytatásával	A befektető cég keretein kívüli egység felvásárlása vagy új („zöldmenzős”) cég alapítása, új vagy a korábbihoz kapcsolódó tevékenységgel	<ul style="list-style-type: none"> A befektető cég tevékenységének folytatása önálló egységben, korábbi elkülönült szervezeti (technológia, piac) Vadonatúj tevékenység (technológia, piac) a befektető cég korábbi részlegében
A befektető cég helyzete	Piaci és/vagy pénzügyi válság	Stabil piaci-pénzügyi helyzet	Válságos vagy stabil
A befektető cég tulajdonosi szerkezete	Állami többség	Magán többség	Állami vagy magán többség
A befektetés tulajdonosi szerkezete	A befektető cég többségi tulajdonhányada	A befektető cég többségi vagy kisebbségi tulajdonhányada	A befektető cég többségi vagy kisebbségi tulajdonhányada
Motiváció	<ul style="list-style-type: none"> Az adósságok kezelése A részlegek önállósági igényének kielégítése „Karcúsítás” – a termelés, a kapacitások szűkítése Veszteség elhatárolás vagy a cégcsoporton belüli jövedelemtranszfer 	<ul style="list-style-type: none"> A megtermelt jövedelem befektetése A termelés és/vagy a piaci részesedés kiterjesztése A cégcsoporton belüli jövedelemátcsoportosítás Információszerzés, szívesség vagy kényszer 	<ul style="list-style-type: none"> A tevékenység átstrukturálása Piacszerzés Veszteség elhatárolás vagy a cégcsoporton belüli jövedelemtranszfer
Irány	Horizontális vagy vertikális	Horizontális vagy vertikális	Horizontális vagy vertikális
finanszírozás	Döntően apport	Saját forrás, hitel, tőkeemelés vagy adósság-részvény csere	Apport vagy hitel
Időtartam	Rövid vagy hosszú táv	Rövid vagy hosszú táv	Rövid vagy hosszú táv

⁴⁵ A fő tendenciák, nem minden esetre érvényes.

2.sz. melléklet:

A kutatásban közreműködők névsora

Andrási Zoltán, MTA Közgazdasági Intézet
Fogarassy Gabriella, Exim Bank
Havas Attila Innovációs Kutató Központ
Kőhegyi Kálmán, Kisvállalkozás Fejlesztési Intézet
Ludányi Arnold, Pénzügykutató Rt
Szabó Márton, Agrárgazdasági Kutató Intézet
Szalavetz Andrea, MTA Világgazdasági Intézet
Szerencsi András - Szikszai Szabolcs, Budapesti Közgazdasági Egyetem
Tóth István János, KOPINT
Voszka Éva, Pénzügykutató Rt

3.sz. melléklet

Az alprojekt keretében elkészült tanulmányok

Esettanulmányok

Andrási Zoltán: A Dunaferr Rt. külső befektetései, 1996 december
Fogarassy Gabriella: Együtt egymásért, avagy informális irányítás a Béres-csoportban, 1996. november
Havas Attila: Túlélés, siker, növekedés, befektetés (újraértelmezési kísérlet a Videoton példáján), 1997. január
Kőhegyi Kálmán: Adatok a versenygazdaság tulajdonosi szerkezetének alakulásáról 1992-1995 között 1996. december
Ludányi Arnold: A MOL külső befektetései 1997. január
Szabó Márton: Vállalati külső befektetések az élelmiszeriparban 1996.december
Szalavetz Andrea: Növekedés a versenypozíció megszilárdítása érdekében (egy textilipari cég befektetési politikája példáján) 1997 január
Szerencsi András - Szikszai Szabolcs: Befektetések a Rába Magyar Vagon és Gépgyár Rt.-nél, 1997. november
Tóth István János: Vállalkozásokba való befektetések a magyar vállalkozások körében 1992-1994 (empirikus adalékok) 1997. február
Műhelytanulmány (Összefoglaló)
Voszka Éva: A külső befektetés mint a vállalati növekedés sajátos formája, 1997. március

A program kiemelt támogatói:

Center for International Private Enterprise,
Washington, US
Állami Privatizációs és Vagyonkezelő Rt.
Országos Műszaki Fejlesztési Bizottság
Országos Tudományos Kutatási Alap

További támogatók:

Magyar Menedzsment Intézet
és tagvállalatai:
MOL Rt., Dunaferr Rt., Antenna Hungária Rt.,
MATÁV Rt. MALÉV Rt.
Ipari, Kereskedelmi és Idegenforgalmi
Minisztérium
Földművelésügyi Minisztérium
Friedrich von Naumann Alapítvány