

LESTÁR MIKLÓS

## Hat stratégiai ok a tőzsdére lépés mögött – az elmúlt öt év bevezetéseinek tapasztalata<sup>1</sup>

A cikk a tőzsdei jelenlét és a vállalati stratégia kapcsolatát vizsgálja a mai magyarországi viszonyok között. Az elemzés az elmúlt öt évben a Budapesti Értéktőzsdére bevezetett társaságok vezetőivel és tulajdonosaival készített interjúkra épül. A tőzsdei megjelenés segítséget jelenthet mind a vállalat, mind a tulajdonos stratégiájának megvalósításában a növekedés finanszírozásával, a marketing támogatásával és az alkalmazottak motiválásával, illetve a kiszállási lehetőség biztosításával és az értékmérés lehetőségével. A nyilvános működés hatással lehet a stratégiára, mert megkívánja a tulajdonos egyéb érdekeltségeivel való kapcsolatok tisztázását, felveti a vállalati függetlenség elvesztésének lehetőségét, befolyással lehet a befektetési időtávra, és transzparens működést követel meg.

### 1. BEVEZETÉS

Tanulmányunk a vállalati stratégia és a tőzsdei jelenlét kapcsolatát elemzi. Ennek érdekében az utóbbi öt évben a Budapesti Értéktőzsdére bevezetett társaságokat, vagyis a Freesoftot, az Állami Nyomdat, a Bookline-t és a TvNetWorköt vizsgálja részletesen, illetve röviden kitér a Graphisoft Park esetére is.

A jelen cikk csak a tőzsdei bevezetésekkel foglalkozik. A stratégia és a tőzsdei jelenlét kapcsolatának szempontjából a kivezetés mögött meghúzódó megfontolások is érdekesek, azonban a nem nyilvánosan működő társaságok alacsonyabb transzparenciája és a terjedelmi korlátok miatt erre nem térünk ki.

Az információgyűjtés nagyrészt a társaság vezetőivel és befektetési kapcsolattartóival folytatott interjúkra támaszkodott. Az Állami Nyomda, a Bookline, a Freesoft és a TvNetWork illetékeseivel folytatott beszélgetés során – a mélyebb megértés érdekében – az interjúalanyok kiegészítendő, nem pedig eldöntendő kérdésekre adtak választ. A Graphisoft Parkot és az Állami Nyomda egyik korábbi tulajdonosát, a Royaltont is megkerestük hasonló módon, de velük csak telefonon sikerült tárgyalnunk. Ezen kívül felhasználtuk a vállalatok nyilvános dokumentumait (kibocsátási tájékoztató, éves jelentések, gyorsjelentések), illetve a sajtóban róluk megjelent cikkeket.

<sup>1</sup> A cikk a Budapesti Értéktőzsde által alapított Kochmeister-díj 2007. évi I. helyezett pályamunkájának rövidített változata. A tanulmány megírásával kapcsolatban jelentős segítséget nyújtott Balaton Károly, a konzulens és a vizsgált cégek interjúalanyai: Karakó Tamás (Állami Nyomda); Dietrich Tamás (Bookline); Antosz Titusz, dr. Móricz Gábor (Freesoft); Nemes Attila és Vajda Tímea (TvNetWork). Hozzájárulásukat a szerző ezúton szeretné megköszönni.

A cikk a következőképpen épül fel: egyrészt a stratégia oldaláról a tőzsdei megjelenés iránt támasztott igényt, másrészt a tőzsdei jelenlétnek a stratégiára gyakorolt hatását tanulmányozzuk. Ennek során két nézőpontból, az adott vállalat és az azt birtokló tulajdonosok szempontjából vizsgáljuk a kérdést.

Végül az utolsó fejezet összefoglalja a következtetéseket, amelyek elsősorban a tőzsdei bevezetést mérlegelő, gyakorlati szakemberek számára lehetnek fontosak.

## 2. A TŐZSDEI JELENLÉT MINT A TULAJDONOS STRATÉGIÁJÁNAK ESZKÖZE

### 2.1. Kiszállási lehetőség

Az egyik legfontosabb cél, amit egy társaság tőzsdére vitele szolgálhat, a befektetésből való kiszállás. Magánszemélyek esetében például lehetséges, hogy többet szeretnének fogyasztásra költeni, vagy csökkenteni akarják a kockázatot. Pénzügyi befektetőknél elképzelhető, hogy kedvezőbb befektetési lehetőséget találtak, vagy szűkíteni óhajtják a portfóliójuk nagyságát, mert kisebb lett az ügyfélállományuk. Egy holding anyavállalata stratégiaváltás esetén értékelhet egy üzletágot úgy, hogy az már nem kapcsolódik szorosan a vállalatcsoport tevékenységéhez. A magántőkésékek pedig folyamatosan fölteszik maguknak a kérdést: tudnak-e a következő évben is elegendő hozzáadott értéket teremteni az adott cégnél, és ha nem, akkor más befektetés után néznek; illetve, a legtöbb magántőkés kifejezetten bizonyos fejlődési fázisban lévő vállalatokra specializálódnak, így a következő életszakasz elérése már önmagában is ok lehet a pozíció zárására.

A bevezetett társaságoknál folytatott interjúk alapján a kiszállás lehetősége csak az Álami Nyomda esetében volt az elsődleges cél. A vállalat legnagyobb tulajdonosa két magánszemély és egy magántőke-társaság (a Royalton) volt. Utóbbi kezdeményezte a tőzsdei bevezetést. A másik két tulajdonos pedig csak azért ajánlotta fel eladásra értékpapírai egy részét, hogy elérjék a nemzetközi befektetők érdeklődésének felkeltéséhez szükséges, minimális méretet. A külföldi alapkezelők ugyanis csak akkor hajlandók foglalkozni egy adott üzlettel, ha az elér egy bizonyos nagyságot. Ennek az ingerküszöbnek az az oka, hogy az elemzéssel és átvilágítással járó költségek jellemzően állandóak, míg a megtérülés általában a befektetett tőkével arányos, így a megvásárolható részvénytársaságnak el kell érnie a fedezeti pontot ahhoz, hogy egyáltalán számításba vegyék. A gyakorlati szakemberek becslése alapján ez a „minimális hatékony befektetési méret” ma körülbelül 10 milliárd forintos bevezetésnél érhető el.

A Royalton ugyanakkor nem adhatta el az összes részvényét, csupán körülbelül kétharmadát, a maradékot pedig folyamatosan értékesítette, és az eladás után csak több mint egy évvel szállt ki teljesen a cégből. Erre az információs aszimmetriák miatt volt szükség: a tulajdonosok a részesedés megtartásával jelezték az új befektetőknek, hogy a vállalatnak nincsenek nagyobb kockázatai, illetve azt, hogy a hirtelen tulajdonosváltás nem fog problémákat okozni.

A Bookline esetében nem ez volt az elsődleges szándék, ugyanakkor a felvásárlási ajánlat megteremtette a lehetőséget erre is. A TvNetWork bevezetését szintén nem ez motiválta, amit jelez az is, hogy – a függetlenségről szóló 5.1. fejezetben bővebben kifejtendő – techni-

kákkal korlátozták az új tulajdonosok kontrollját a cég felett. Ha csak a kiszállás lett volna a cél, akkor ezt nyilván nem teszik, hiszen ilyen módon csak alacsonyabb áron értékesíthetők a papírok. A Freesoft tulajdonosai szintén nem akartak megszabadulni értékpapírjaiktól, sőt a kibocsátás előtt jelezték, hogy részvényeiket legalább addig tartják, amíg árfolyamuk 3000 Ft fölé nem emelkedik. Ezzel az Állami Nyomda esetében is említett módon a befektetők bizalmát akarták növelni.

Az elsődleges nyilvános forgalomba hozatal azonban nem az egyetlen lehetőség arra, hogy egy vállalatban lévő tulajdoni részesedésünket eladjuk. A nyilvános értékesítés alternatívája értelemszerűen a zártkörű. Ezen belül a következő lehetőségek jöhetnek szóba: eladás másik magántőke-társaságnak, a tulajdonostársaknak, a vállalat vezetőinek, a versenytársaknak, szállítóknak, vevőknek. Az első lehetőség hátránya, hogy a vevő is abból él, hogy olcsón vesz és drágán ad el vállalatokat, így az elérhető vételár általában alacsonyabb. Amennyiben azonban a vállalat új életszakaszba lépett, eltérhet a két befektető rezervációs ára, hiszen a cég a specialista kezében többet érhet. Ha a menedzsmentnek értékesítjük, az elsősorban a megbízó-ügynök probléma költségeinek csökkentése, a motiváció erősítése miatt lehet kedvező. Ugyanakkor korlátozza az eladás lehetőségét a leendő vevő fizetőképessége. Ezt a problémát többnyire a tranzakcióval egyidejű hitelnyújtással szokták megoldani a menedzsment esetében (leveraged buy out – LBO). Ha az iparág többi szereplőjének adják el a vállalatot, akkor a vevőnek megfontolt stratégiai döntést kell hoznia. Ekkor – és általában a zártkörű értékesítés (trade sale) esetén mindig – hosszas, összetett tárgyalásokra van szükség. Ha azonban sikerül megállapodni, az eladó többnyire a teljes tulajdoni hányadtól megválhat, nem kell egy részét lekötnie (lock-up).

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

## 2.2. Értékmérés

A kiszálláson kívül a tulajdonos másik fontos célja a vállalat értékének objektív mérése lehet. A tőzsde ebben két okból tud segíteni. Egyrészt így professzionális és független befektetők is elemzik a vállalat üzleti folyamatait, másrészt több vélemény átlagából megbízhatóbb kép alakítható ki a valóságos cégértékről.

Nem nyilvánosan működő társaság esetében több tényező is nehezíti a valódi érték meghatározását. A DCF használatakor a feltételezésekre általában érzékeny a modell, ezek pedig jelentős mértékben szubjektívek. A P/E-mutatóval történő értékelés pedig azért vezethet rossz eredményre, mert egy induló vállalkozásnál az eredmény gyakran negatív, illetve – adózási okokból – olyan számviteli politikát alkalmaznak, amely a lehető legkisebb nyereséget mutatja ki. A könyv szerinti saját tőkét gyakran alkalmazzák az érték becs-

lésére, ám ez megtévesztő lehet. A Bookline és a TvNetWork is sikerként értékelte, hogy részvényüket 900, illetve 200 Ft körül jegyezték, miközben könyv szerint csak 200, illetve 100 Ft-ot értek. A tőzsde egyéb – később kifejtendő – kedvező hatásától eltekintve, valószínűleg zártkörű társaságnak is ugyanennyit értek volna, a piaci megmértetés azonban eloszlatta a bizonytalanságot.

### 3. A TŐZSDEI JELENLÉT MINT A VÁLLALAT STRATÉGIÁJÁNAK ESZKÖZE

#### 3.1. A növekedés finanszírozása

##### 3.1.1. Növekedési stratégiák

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

A TvNetWork a kábeltévé, az internet és a vezetékes telefon piacán van jelen. Ez a három piac azonban egyre közelebb kerül egymáshoz, a kínálati oldalon helyettesítő típusú konvergencia a *Pennings–Puranam* [2001] által használt értelmezésben megy végbe. A Nemzeti Hírközlési Hatóság [2006] elemzése szerint pedig az előbbi három piac mellett középtávon (3-5 éven belül) a mobilkommunikáció is integrálódhat az előbbi szolgáltatások közé.

A konvergencia mellett a másik fontos trend a liberalizáció és a verseny erősödése. Az NHH a közelmúltban kötelezte a jelentős piaci erővel rendelkező szolgáltatókat, hogy csökkentsék a hurokátengedés havi díját, több egyszeri díjat pedig eltörölt. Így csökkentek a belépési korlátok, hiszen az infrastruktúra nagy része (a fogyasztói végpontokig vezető kábel) már versenyképes áron bérelhető, nem kell hatalmas beruházással kiépíteni azt. Az éles verseny miatt ugyanazon az áron egyre nagyobb maximális sávzélességet biztosítanak a szolgáltatók: 2007-ben az év elején a Magyar Telekom duplázott, majd követte a többi piaci szereplő.

Az iparágban ugyanakkor jelentős méretgazdaságossági tényezők figyelhetők meg. Nagyobb hálózat esetén jobban kihasználhatók a technológiai kapacitások, és nem szükséges a forgalommal arányosan növelni az igazgatáshoz tartozó személyi költségeket. Emellett a marketingre szánt költségvetési keretek egyesítésével javítható a vállalatról kialakult kép. További előny, hogy a nagyobb kábeltévé-társaságoknak sokkal erősebb az alkupozíciója, amit érvényesíteni tudnak beszerzési áraikban.

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

Ez fölveti azt a kérdést, hogy a kooperációt milyen formában előnyös megvalósítani. A *Dyer–Kale–Singh* [2004] által vázolt vizsgálati keretet alkalmazva megállapíthatjuk, hogy a szinergiák reciprok jellegűek, az erőforrások közül a műszaki berendezések (hálózatok), a márkanév és a meglévő előfizetői kör értékes. Az utóbbi kettő immateriális, ugyan-

akkor nem tartjuk valószínűnek, hogy egy felvásárlás miatt jelentős számú előfizető váltana szolgáltatót. Mivel kis vállalatokról van szó, ezért szerintünk a támogató területek integrációjához jelentős leépítések következhetnek be, vagyis minden érv a felvásárlás mellett és a szövetség ellen szól. Így az iparágban jelentős konszolidáció várható, illetve kezdődött el. Az idei év egyik legjelentősebb eseménye ezzel kapcsolatban az HTCC-Invitel fúzió volt.

Ilyen körülmények között teljesen érthető, hogy a TvNetWork stratégiája is az agresszív növekedés: az előfizetői kör bővítése mellett bővíteni kell a fogyasztóknak nyújtott szolgáltatásokat is. A konvergencia miatt az Ansoff-mátrix (Ansoff [1965]) mindkét irányába célszerű terjeszkedni: a kábeltévé-hálózatot lehet telefonszolgáltatást biztosítani, az internet-előfizetők pedig a kábeltévé helyett telefondróton is csatlakozhatnak a szolgáltatáshoz.

A növekedés módját illetően a TvNetWork egyrészt jelentős beruházásokat hajtott végre, amelyeknek egy része – mint arra még az 5.2. fejezetben visszatérek – a tárgyévi költségeket növelte. Másrészt több akvizíciót is végrehajtott, ilyen módon Százhalombattán, Egerben és Budapesten szerzett összesen hozzávetőleg ötezer ügyfelet. Az akvizíciókból származó tapasztalatok a jövőben hasznosak lehetnek, hiszen a növekedési lehetőségeket nagyban befolyásolja a vállalatnál kialakult gyakorlat. Éppen ezért a felvásárlásokban kialakított kompetencia révén olyan előnyre tehet szert a TvNetWork, amely hozzásegíti, hogy a konszolidációs folyamat élére álljon.

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

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

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

Itt is fel kell tennünk azt a kérdést, amit a TvNetWork esetében is: hogyan érdemes a cégeknek együttműködést kialakítaniuk? Egyértelműen az akvizíciók mellett szól a szinergiák reciprok jellege. Az erőforrások típusa viszont a felvásárlások melletti érvként szolgálhat, ugyanis inkább a „szoft” tényezők – az alkalmazottak képzettsége, a know-how, esetleg a vevőkör – a dominánsak. Mivel az egyesülő vállalatok erőforrásai között sok lehet az át-

fedés, ezért kedvezőbb a felvásárlási alternatíva, mert így nincs bizonytalanság afelől, hogy a változásban ki játszik vezető szerepet, és az egyes érdekcsoportok harca sem akadályozza az optimalizálást. Ez persze nem jelent feltétlenül elbocsátásokat, hiszen a növekvő kereslet miatt akár még létszámhiány is előállhat; de az alkalmazottak többségének lényegesen változhat a munkaköre, ami konfliktus forrása lehet. Szintén a felvásárlások mellett szól az, hogy a kis cégek kevésbé stabilak, így megszűnésük miatt a szövetségesek elvesztése számottevő bizonytalanságot rejt magában.

A Freesoft eddig három akvizíciót hajtott végre. A Mooltech mobil eszközökhöz fejlesztett szoftvert, mint például az értékesítők PDA-ja, a BigFish pedig honlapszerkesztéssel és egyéb webes szolgáltatásokkal foglalkozott. A két cég egymáshoz hasonló, de a Freesoftnál kisebb méretű volt (körülbelül 80 millió Ft-os árbevétellel). Az üzleti intelligenciával foglalkozó Axis viszont ennél egy nagyságrenddel nagyobb (hosszvetőleg 1 milliárd Ft árbevételű) vállalatcsoport volt, vagyis a Freesoft-hoz hasonló nagyságú. *Johnson–Scholes* [2002] rendszerezését használva, a Freesoft vállalati stratégiája egyrészt a „szinergiamedzser” vonásait hordozza magán: jelentős keresztértékesítési lehetőségek vannak az egyes üzletágak között. Például azáltal, hogy webfejlesztési képességekre is szert tettek, megnyílt az útjuk bizonyos közbeszerzési pályázatok előtt, ahol az iratkezelést és a honlapszerkesztést együtt igényelték. Másrészt a tőzsdei jelenlét miatt az „anyavállalati fejlesztő” szerepét is betölti, hiszen a marketingben jelentkező előnyök, amelyeket a következő fejezetben tüzetesebben elemzünk, az összes üzletágban érvényesülnek, pusztán azáltal, hogy a céghez tartoznak.

A szoftvergyártás és számítástechnikai tanácsadás piacán a humán erőforrás az egyik legfontosabb tényező, éppen ezért az akvizíciók utáni integráció menedzselése kihívó feladat. A Freesoft azonban eddig jól teljesített: mindhárom akvizícióját eredményesnek ítéli (különösen az Axis megvételét), noha a gyakorlati tapasztalatok szerint három felvásárlásból általában egy sikerül jól. Ebben persze valószínűleg közrejátszott az is, hogy az értékesítés közben olyan mértékben nőtt a vállalat, hogy nemcsak elbocsátásokra nem került sor, de még számos alvállalkozó bevonására is szüksége volt.

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

A másik két vállalat esetében nem a tőkebevonás volt az elsődleges cél, de megemlítették a bevezetés okai között. A Bookline-nál a növekedés irányát elsősorban a piac kiaknázásában (a belföldi értékesítés növelése, terjeszkedés azokba az EU-tagországokba, ahol számottevő magyar kisebbség él) és a piacfejlesztésben (a szolgáltatás kiterjesztése a könyvekhez hasonlóan raktározható és szállítható termékekre, például CD, DVD, műszaki cikkek, illetve könyv-nagykereskedelem) látják. Ehhez kapcsolódóan a logisztika és az informatika területén van szükség fejlesztésekre, míg a kiszállítás nem tartozik a vállalat alapvető tevékenységeihez, ezért kiszervezték. Az említett beruházásokhoz tőkére van szükség, de nem olyan sokra, amennyit egy új tulajdonostárs bevonásával ne lehetne megszerezni.

Az Állami Nyomdaánál még a tőzsdére lépés előtt valósult meg jelentős növekedés, a Láng-csoportból való kiválás után technológia alapján kapcsolódó diverzifikációt hajtottak végre: beléptek a kártyagyártás piacára. Az ehhez szükséges forrást annak idején zártkörű tőkeemeléssel biztosították, a jövőben tervezett növekedés pedig nem igényel komolyabb

tőkebevonást. Finanszírozási szempontból mégis fontos lehet, hogy a társaságot bevezették, ugyanis amennyiben találnak egy olyan – hasonló méretű, vagy legalább feleakkora – vállalatot, amelyet érdemes felvásárolni, akkor megfontolják a részvénykibocsátás lehetőségét is.

### 3.1.2. Tőkebevonás

Az előző fejezetben vizsgált növekedés finanszírozásához a társaságok a tőzsdéről vontak be tőkét, illetve utat nyitottak az előtt, hogy ez a megoldás a jövőben rendelkezésre álljon.

A TvNetWork még a bevezetés előtt többször vont be tőkét zártkörűen, ennek hatására a jegyzett tőke 30 millió Ft-ról 1,5 milliárd Ft-ra nőtt az alapítás és a tőzsdei megjelenés között. Ezenkívül hitelt is vett fel, 2005 végén könyv szerinti értéken a tőkeáttétel több mint 55% volt. Az informális befektetői kör – vagy más néven 4F: founders, family, friends, fools (alapítók, család, barátok, vakmerők) – kimerülésével fölvetődött egy kockázatitőke-társaság bevonása, a tárgyalások azonban nem zárultak eredményesen, így az út a tőzsdére vezetett.

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

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

A részvények mint akvizíciós fizetőeszközök használatával kapcsolatban a TvNetWork álláspontja az, hogy „részvény van, készpénz nincs”, vagyis a jövőben kész a felvásárolt vállalatokért saját értékpapírjaival fizetni. Ha jobban megvizsgáljuk a kérdést, akkor itt tulajdonképpen arról van szó, hogy a célvállalat tulajdonosait rákényszerítenék arra, hogy a TvNetWorköt finanszírozzák. Nyilvánvaló viszont, hogy ezért cserébe – a menedzsment szerint jelenleg alulárzott – papírt csak diszkontált értéken fogadnák el. Így tehát egyensúlyt kell találni aközött, hogy az átmeneti finanszírozási nehézség áthidalása mekkora hasznot, és az alacsony likviditású részvényvel történő fizetés miatt alkalmazott diszkont mekkora költséget jelent a jelenlegi tulajdonosoknak.

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

### 3.1.3. Értékteremtés vagy kockázatsökkentés?

A szakirodalom egy része (például *Amihud–Lev* [1981] és *Denis et al.* [1997]) szerint a diverzifikáció jellemzően a menedzsment érdekeit szolgálja, akár a tulajdonosok rovására is, míg mások (például *Lane et al.* [1998]) az értékteremtés egy eszközének tekintik. Úgy gondoljuk, az elemzésbe bevont cégeknél nincs szó a menedzsment kockázatának csökkentése vagy vállalatbirodalmak építése érdekében végrehajtott, értékromboló növekedésről.

Ezt három okból látjuk így. Az első, hogy a befektetést végző társaságoknál a beruházási igény előbb jelentkezett, mint a finanszírozási források, így nem lehet szó a szabad cash flow elköltéséről, hiszen a pozitív nettó jelenértékű projektek miatt nincs fölösleges forrás. A második, hogy a kibocsátás nem sokkal a növekedési tervek végrehajtása előtt történt, így a befektetők részletesen tájékozódtak a vállalatok terveiről, és az értékpapírok megvásárlásával áldásukat adták rá. A harmadik, hogy mindhárom cégnél koncentrált maradt a tulajdonosi szerkezet, ami pedig *Lee–O’Neill* [2003] szerint csökkenti a megbízó-ügynök elméletből származó költségeket.

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

## 3.2. A marketingstratégia támogatása

### 3.2.1. A tőzsdei tudósítás mint hirdetési felület

A tőzsde nemcsak az előbb taglalt finanszírozási területen segítheti a stratégia végrehajtását, hanem a (szűkebb értelemben vett) marketing, pontosabban PR-tevékenység támogatásával is. Az árfolyamok miatt a tőzsdén szereplő cégekről folyamatosan tudósítanak a gazdasági hírek között, a bevezetésnek pedig még ennél is nagyobb sajtóvisszhangja szokott lenni, különösen, mivel ez mostanában ritka esemény.

Az ezzel kapcsolatos hasznok pénzbeli értékét azonban nehéz meghatározni, csak kvalitatív megfigyeléssel igazolható a pozitív hatás. A Bookline vezérigazgatója például azzal illusztrálta az ismertség javulását, hogy a telefonba már elég bementania, hogy Bookline, és nem kell hozzátennie, hogy internetes könyvkereskedelemmel foglalkoznak. A vevői adatbázisuk pedig olyan kiterjedt lett időközben, hogy bárkivel találkozik, az személyesen vagy családtagján keresztül jó eséllyel benne van.

A Bookline esetében a tőzsde szerintünk a fókuszálás miatt is jó hirdetési lehetőség. Egy tévéreklám például nagyon sok olyan embert is elér, aki egyáltalán nem olvas könyvet, ha pedig mégis venne, mondjuk, ajándékba, akkor nem interneten vásárolna.

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



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

### 3.2.2. Az image javítása

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

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

Ebből a szempontból az üzlethálózattal rendelkező kereskedők előnnyel indultak, hiszen a fizikailag létező, korábbi ismert boltok léte erősítheti a fogyasztók bizalmát, és a kételkedők inkább ezeket választják, mint a tisztán online terjesztőket. A probléma leküzdésére fontos stratégiai cél volt. Ennek megvalósítására a vállalat több taktikát is alkalmazott. A forgalmas Rákóczi út melletti üzlethelyiség erősítette a vásárlókban azt a tudatot, hogy a vállalat létezik, illetve az üzlet reklámfelületként is szolgál. A személyes átvétel lehetősége pedig leginkább az első kapcsolat kialakításakor fontos, az így megalapozott bizalomra építve pedig később a többi értékesítési lehetőséget is bátrabban veszik igénybe. Ezeket a tőzsdei megjelenés stratégiája – a mintzbergi 5 P<sup>2</sup> (Mintzberg *et al.* [2005]) közül most a trükköt értve alatta – remekül kiegészítette. A Bookline piaci részesedése a bevezetési 35-40%-ról 50%-ra ment fel kevesebb mint fél év alatt. Ez jelentős részben a tőzsde biztosította reklámnak és imidzsjavítási lehetőségnek tulajdonítható, bár nyilvánvalóan egyéb tényezők is közrejátszottak.

A Freesoft megítélése szintén sokat javult a bevezetés óta. Egyedi szoftvergyártó cégeként az ő ügyfeleik jellemzően nagy vállalatok, amelyek korábban nem is voltak hajlandók szóba állni egy névtelen kft.-vel, így általában csak alvállalkozóként kaptak megbízást. A jövedelmezőség szempontjából ez nagyon kedvezőtlen volt, mert csak felét (külföldön har-

2 Mintzberg és szerzőtársai hivatkozott műve szerint a stratégiát az „5 P” határozza meg: Plan, Ploy, Pattern, Position, Perspective (terv, trükk, rendszer, elfoglalt helyzet, távlat).

madát) kapták annak, mint amit a fővállalkozó (például az Oracle) elkért, pedig csak a nevét adta hozzá, a megvalósítás teljes egészében a Freesoft műve volt. Azáltal viszont, hogy 18 millió USD kapitalizációjú, a Budapesti Értéktőzsdén jegyzett vállalatként tudnak tárgyalni, tulajdonképpen kiterjesztették a tevékenységüket az ellátási láncban – a minőségért vállalt garancia és az ügyfélszerzés is az ő feladatukká vált –, ami hatalmas hozzáadott értéket jelent. Így már a korábbi fővállalkozók versenytársaiként indulhatnak a tendereken, és bár még mindig gyengébb a márkanevük, az alvállalkozóként elért ár két és félszeresét számlázhatják.

### ***3.3. A humán erőforrás motiválása***

A megbízó-ügynök elméletben felmerülő problémák megoldására gyakran ajánlott módszer, hogy a vezetőknek érdemes részvényt, vagy még inkább részvényopciókat biztosítani. Ezzel ugyanis közvetlenül a tulajdonosi érték növelésében válnak érdekeltté. Az ellenzők szerint ugyanakkor a részvény árfolyama nemcsak a vezetők teljesítményétől, hanem külső tényezőktől is függ, ezért szofisztikáltabb, vagy teljesen más szemléletű (például eredmény alapján számított) ösztönzési rendszert ajánlanak.

A bevezetés előtt a megkérdezett vállalatok közül a Bookline-nál forgalomalapú, az Állami Nyomdánál pedig eredményalapú ösztönzési rendszer volt érvényben, míg a Freesoft-nál „családiisan” folyósították a vezetők bérét: likviditási problémák esetén előfordult, hogy elhalasztották a fizetést.

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

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

A vállalati teljesítmény objektívebb mérésén kívül a tőzsdei jelenlét azért is előnyös az emberierőforrás-stratégia szempontjából, mert megkönnyíti a vállalattal való azonosulást. Többen is úgy értékelték, hogy egy tőzsdén jegyzett vállalatnál dolgozni presztízszt jelent, vagyis az alkalmazottak körében is érvényesül az előző pontban említett „glóriaerőhatás”: kedvezőbben értékeli karrierlehetőségeiket, büszkébbek lehetnek vállalatukra.

### 3.4. Portfóliótisztítás

A rendszerváltást követő években az ingatlanpiac nem volt egyensúlyban; az ebben rejlő üzleti lehetőséget kiaknázva, a Graphisoft úgy döntött, hogy a kinőtt budapesti villákból nem bérelt, hanem saját irodába költözik, és földterületet vásárolt. Az itt felépített irodaházban viszont egyre nagyobb hányadot tett ki a bérlők aránya, így az ingatlankezelés új üzletágként jelentkezett. A GE-McKinsey-mátrixban (*Ohmae* [1982]) gondolkodva, ez kezdetben azt jelentette, hogy az új üzletág a bal felső sarokban helyezkedett el (vonzó iparág, de kevés versenyelőny). Később azonban az ingatlanpiac valamelyest konszolidálódott, így a lehetőségek csökkentek, a vállalat viszont jelentős tapasztalatokra tett szert, tehát a középső négyzetbe került. Ezek alapján a „szelektív növekedés” lenne a modell alapján ajánlott recept.

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

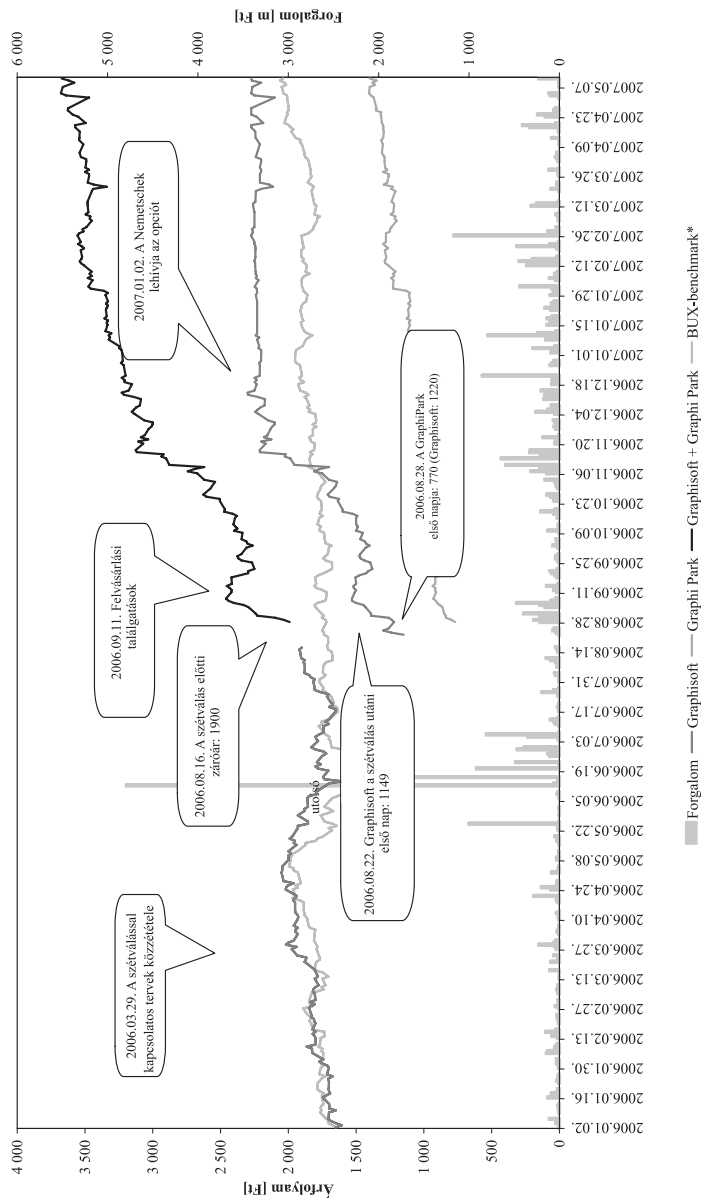
Ugyanakkor számos tényező folytán a két üzletág együtt kevesebbet ért, mint a kettő összege. A közösen készített beszámoló miatt a működés kevésbé volt átlátható a külső szemlélő számára. A tevékenység összetettsége pedig megnehezítette a vállalat értékelését, ugyanis a részvényelemzők jelentős része bizonyos iparágakra specializálódik – egy szoftvercégeket vizsgáló elemzőnek például nehézséget okozhat egy ingatlanportfólió piaci értékének megállapítása –, így, az óvatosság elvéből kiindulva, a társaságot alulértékelték. Végül a két iparágban teljesen eltérő tőkeszerkezet az ideális: a szoftvercégeket jellemzően saját tőkéből finanszírozzák, míg az ingatlanfejlesztők általában jelentős mennyiségű idegen tőkét vonnak be, hiszen az eszközállományuk felhasználható fedezetként. *Leland* [2007] szerint pedig az eltérő finanszírozási struktúra iránti igény figyelmen kívül hagyása negatív szinergiákat okozhat.

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

2005. december 31-én kettévált a hazai cég, majd 2006 augusztusában az anyavállalat is. Az 1. ábrán látható, hogy a tranzakció után a részvények árfolyamának összege gyors, a BUX-ot meghaladó ütemben emelkedett. (A két árfolyamot azért lehet egyszerűen összeadni, mert a Graphisoft és a Graphisoft Park saját tőkéjét azonos számú részvény testesítette meg.)

1. ábra

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



\* Egy darab Graphisoft részvény értéke, ha az értékpapír a BUX-szal azonos hozamot generált volna

Forrás: portfolio.hu

Pár héttel a szétválás után, 2006 szeptemberében már találgatások jelentek meg a Graphisoft esetleges felvásárlásáról, végül 2006 decemberében a Nemetschekkel (a legnagyobb német konkurenciával) állapodott meg a cég vezetése a vállalat eladásáról, és a menedzsmenttől kapott opció lehívása után 2007. június 15-én ki is vezették a részvényt a tőzsdéről. A két társaság közötti szinergia alapja elsősorban az új generációs program, a Construction továbbfejlesztéséhez és piacra viteléhez szükséges támogatás (tőke és értékesítési csatornák) biztosítása lehet. A korlátozott tőkeállománnyal rendelkező Nemetschek valószínűleg nem tudta volna megvenni a Graphisoftot, ha az utóbbi megtartja ingatlanállományát. A portfóliótisztítás tehát a felvásárlást is elősegítette, még akkor is, ha nem kimondottan ennek érdekében történt.

#### **4. A TŐZSDEI JELENLÉT HATÁSA A TULAJDONOS STRATÉGIÁJÁRA**

##### ***4.1. A stratégiaalkotási folyamat változása***

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

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

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

##### ***4.2. A kapcsolódó vállalatokban fennálló részesedések tisztázása***

A tőzsdei bevezetés a tulajdonos stratégiáját a bevezetett társaság és a tulajdonos egyéb vállalatai közötti kapcsolat tisztázását illetően is érintheti: a TvNetWork tulajdonosi köréhez tartozik az Euronet Rt. és az EuroNetwork Kft., amelyek hálózatokat és munkaerőt adnak bérbe a TvNetWorknek. Ez két kérdést vetett fel a befektetőkben. Az egyik, hogy értelmezhető-e a TvNetWork eredménye önmagában, hiszen az előbb említett két cég tevékenysége szorosan kapcsolódik hozzá. A másik a megbízó-megbízó elmélettel kapcsolatos: mi a biz-

tosíték arra, hogy a társaság irányítását kezükben tartó, eredeti tulajdonosok nem csoportosítanak át eredményt a csak saját tulajdonukban levő cégekhez, például a transzferárak eltérítésével vagy tanácsadási szerződésekkel?

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

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

## 5. A TŐZSDEI JELENLÉT HATÁSA A VÁLLALAT STRATÉGIÁJÁRA

### 5.1. *A függetlenség elvesztésének lehetősége*

A nyilvánosan működő társaságok esetében folyamatosan fennáll annak a lehetősége, hogy egy felvásárlás során elvesztik függetlenségüket. Ennek több fokozata képzelhető el, a befolyásteremtéstől az anyavállalatba történő, teljes integrációig.

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

A menedzsment esetében már összetettebb a helyzet. Amennyiben az új tulajdonos nem bízik a vezetésben, vagy a stratégiában változások következnek be, akkor könnyen elveszíthetik állásukat. A múltbeli jó teljesítményre és a vállalat ismeretére alapozva azonban, ha jól fogadják a változást, akkor akár előnyösebb helyzetbe is kerülhetnek. Fontosnak tartottuk megvizsgálni, hogy a megkérdezett vállalatok miként viszonyulnak a felvásárlás lehetőségéhez.

A vállalatok többsége nem tartott a felvásárlás veszélyétől. A Bookline-nál nem tettek semmilyen, ennek megakadályozását szolgáló intézkedést. A jelen tanulmány írása közben a Közép-Európai Média és Kiadói Zrt. a részvények 30,5%-ának megvásárlása után nyil-

vános vételi ajánlatot tett, és a tulajdonosok között még folytak a tárgyalások. Így – érthető módon – velük nem sikerült interjút készíteni.

A Freesoftnál szintén kedvezően bírálták el a lehetőséget. A legnagyobb tulajdonosok kifejezetten örülnének, ha egy magántőke-társaság fantáziát látna a cégben, kivezetné a tőzsdéről, és további forrásokkal látná el. Mint azt a 3.1.1. fejezetben említettük, ilyen értelemben a tőzsdei megjelenés a transzparencia javítását és a magántőkések érdeklődését felkeltő eszköznek is tekinthető. Az egész vállalat megvásárlásánál valószínűbbnek tartanának azonban egy olyan forgatókönyvet, hogy egy szakmai befektető csak egy-egy üzletágot, például az iratkezelést vagy a legacyt venné meg. Egy ilyen ajánlatot nem is utasítanának vissza, ha az ár megfelelő.

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

A TvNetWorknél viszont több intézkedést is tettek annak érdekében, hogy egy esetleges ellenséges felvásárlásra irányuló próbálkozásnak sikeresen ellenállhassanak. A vállalat eladását nem vetik el kategorikusan, többször tárgyaltak erről kockázati-tőke-társaságokkal, de eddig nem jutottak eredményre. A társaság vezetői azonban csak baráti felvásárlást fogadnának el. A „cápák” elriasztására elsősorban az alapszabályban rögzített rendelkezések és a részvényekhez kapcsolódó jogok meghatározása szolgál. Az előbbiben öt évre előre kinevezték a társaság igazgatóságának és felügyelőbizottságának tagjait, noha az elterjedt gyakorlat szerint általában egy évre választják őket. A társaság tulajdonát két sorozat részvény testesíti meg. A tőzsdére bevezetett A sorozathoz kapcsolódik a tulajdon 89%-a és a szavazatok 44%-a, míg az alapítók kezében maradt B sorozathoz csak a vagyon 11%-a kapcsolódik, ugyanakkor 56%-nyi szavazati erőt, vagyis többséget biztosít a közgyűlésen, mivel 10 szavazatra jogosítja birtokosát. Ezenkívül a 4.2. fejezetben már említett összefonódások és az alapítók valószínűsíthető összefogása is segíthet egy ellenséges akvizíció megakadályozásában.

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

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

## 5.2. A befektetési időtáv változása

Egyes szakirodalmi források (például *Stein* [1989], *Graham et al.* [2005], *Shleifer–Vishny* [1990]) szerint elképzelhető, hogy a tőzsdén jegyzett vállalatok rövidebb távon gondolkodnak, mint a zártkörűen működők, mivel fontosnak tartják a részvényárfolyam befolyá-

solását. Kíváncsiak voltunk arra, hogy a magyar tőkepiacon ez mennyire érvényesül. Az alkalmazott módszertan (interjúk készítése) miatt azonban csak korlátozott érvényű következtetések vonhatók le, mivel a vezetőknek nyilvánvalóan azt kell sugallniuk a tulajdonosoknak, hogy hosszú távon gondolkodnak, illetve a befektetők is ilyen képet akarnak kialakítani önmagukról.

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

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

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

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

A befektetők rövidlátását vizsgálva, az Állami Nyomda bevezetésének időzítése érdekes példával szolgálhat. Az üzlet fejlesztéséhez szükséges beruházások (a kártyagyártáshoz használt berendezések üzembe állítása) ugyanis még a bevezetés előtt megvalósultak, vagyis addig, amíg a vállalat magánszemélyek és egy kockázattőke-társaság tulajdonában volt. A nyilvánossá válás óta pedig nagyobb beruházást nem terveznek. Ez összhangban van a magántőke-társaságok működésével: megvásárolják a céget, fejlesztést hajtanak végre, majd óriási haszonnal eladják. E mechanizmus működése pedig azt sejteti, hogy a befektetők nem gondolkodnak azonos időtávon; ugyanis ha a hosszú távú beruházásokból származó hasznokat nem diszkontálnák túlzott mértékben, akkor a magántőkések nem tudnának értéket teremteni – a valóságban azonban egyre több ilyen vállalkozás működik. A példa



tanulságosabb lenne egyébként, ha az Állami Nyomda már a Royalton bezállása előtt is tőzsdei társaság lett volna. Azonban így is érdekes megfigyelés: az eladást úgy időzítették, hogy a beruházásnak akkorra már számszerűen mérhető haszna legyen.

A Freesoft esetében pedig (a 3.1.1. fejezetben említett befektetések miatt) a kibocsátás során bevont tőke elfogyott, így jelenleg azokra a tevékenységekre összpontosítanak, amelyek gyorsan megtérülnek. Ebből következően el kell halasztani bizonyos beruházásokat, például a Contentum-programot egyelőre nem fejlesztik tovább olyan irányban, hogy dobozos szoftverként is eladható legyen. A menedzsment és a fő tulajdonosok szerint ezekkel a projektekkal ugyan értéket tudnának teremteni, de a külső befektetőket erről nem tudják meggyőzni, így nem lehetséges további tőke bevonása.

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

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

### **5.3. *Transzparens működés***

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

Ennek egy lehetséges oka, hogy a vezetők meg akarják téveszteni a tulajdonosokat, mint az amerikai könyvelési botrányok esetében is. Ennél viszont sokkal valószínűbb, hogy a részvényesi érték maximalizálása érdekében nem közölnek bizonyos információkat. Bizonyos helyzetekben a tervezett stratégiai lépéseket nem célszerű a versenytársak, a vevők vagy a szállítók tudomására hozni, mert megkönnyítené számukra, hogy ellenlépéseket tegyenek, illetve javítaná az alkupoziójukat. Ebből következően, bizonyos információkat a nyilvánosan működő vállalatok nem adhatnak át tulajdonosaiknak, mert akkor mások is tudomást szereznének róla (egy részvényt is lehet valaki tulajdonos).

A tőzsdei jelenlét következménye, hogy a vállalat jóval transzparensbé válik mindenki előtt, ugyanakkor – bár ezt ritkán említik – a tulajdonosok kevésbé láthatják át működését, hiszen az előzőek szerint a szenzitív információkat vissza kell tartani. Az interjúk során arra is rákérdeztünk, hogy látják-e valamilyen hátrányát a nagyobb nyilvánosságnak.

A tapasztalatokat röviden összefoglalva, elmondható, hogy a vállalatról kötelezően nyilvánosságra kerülő adatok mennyisége nem változott jelentős mértékben a zártkörű

működéshez képest. Extra információt csak az elnyert tenderek, illetve nagyobb összegű megbízások bejelentése hordoz. Az Állami Nyomdánál ugyanakkor úgy vélték, hogy ez semmiféle hátrányt nem jelent, mert ezt egyébként is kitennék a honlapjukra referenciaként. A Bookline-nál a marketing-költségvetést tartották a legszenzitívebb adatnak, ezt azonban továbbra is más kiadásokkal összevonva közlik.

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

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

A nyilvánosság költségei véleményünk szerint abszolút értékben nem térhetnek el jelentősen a különböző vállalatok esetében (leszámítva, hogy az A kategóriában szigorúbbak az elvárások, de csak az Állami Nyomda tartozott ide). Ennek ellenére a TvNetWorknél és a Bookline-nál magasnak, míg a Freesoftnál és az Állami Nyomdánál alacsonynak érzékelték a költségeket.

Ennek két oka lehet: az egyik a vállalat mérete – a nagyobb cégeknél ugyanakkora ráfordítás relatív értelemben kevesebbnek számít. A másik pedig, hogy a vállalatok attitűdje eltérő. A Freesoft, mint korábban utaltunk rá, kifejezetten előnyösnek tartja a transzparenciát, mivel az hozzájárulhat ahhoz, hogy a jövőben befektetőket vonjanak be. A Bookline-nál viszont inkább negatíván értékelték a nyilvánosságot, mert a versenytársak így könnyebben hozzájuthatnak bizonyos szenzitív információkhoz. A TvNetWorknél szintén soknak tartják a tájékoztatás igényelte időráfordítást.

## 6. KONKLÚZIÓ

Tanulmányunkban hat olyan lehetséges célt azonosítottunk, amely indokolhat egy bevezetést: kettőt a tulajdonosok, négyet a vállalat oldaláról, illetve megvizsgáltuk azt is, hogy a nyilvános működés milyen hatással lehet a stratégiára.

A tulajdonosnak a tőzsde kiszállási lehetőséget biztosít, illetve hozzásegíti, hogy pontosabb képet kapjon vállalata értékéről. A vállalat szempontjából a növekedés finanszírozásában, a marketingstratégia megvalósításában, az alkalmazottak motiválásában és a portfólió-tisztításban jelenthet támogatást a bevezetés.

A tulajdonosnak a stratégiaalkotásban játszott szerepe elsősorban a tulajdonosi szerkezet-től függ, a bevezetés önmagában nem vezet a stratégiai és operatív szint elkülönüléséhez, csak közvetetten, a részvényesi szerkezet átalakításával járulhat hozzá. A vállalat eredeti tulajdonosának stratégiájával szemben a kisbefektetők érdekének védelme fontos követelményt támaszt: a tőzsdei megjelenés előtt célszerű a társaság és az eladó egyéb cégei között fennálló kapcsolat tisztázása.

A bevezetés eredményeként a menedzsmentre nézve jelentős veszélyt jelenthet a függetlenség elvesztésének lehetősége. Ezellen azonban nem célszerű adminisztratív eszközökkel védekezni, mert ez elriasztja a befektetőket. Mivel a később beszálló befektetők általában türelmetlenebbek az alapítóknál, ezért a bevezetés után fontossá válik, hogy a vállalat rövid távon is sikereket érjen el. A nagyobb átláthatóságtól azonban nem kell félni, a versenytársak csak kevés többletinformációhoz jutnak a tőzsdén szereplő vállalatról.

## IRODALOMJEGYZÉK

- AMIHUD, YAKOV–LEV, BARUCH [1981]: Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, *The Bell Journal of Economics*, 1981/2. szám, 605–617. o.
- ANONYMUS [2005]: Számítástechnikai szolgáltatók és szolgáltatások 2004, Központi Statisztikai Hivatal, Budapest, 2005
- ANONYMUS [2006]: Távközlési szolgáltatások használata a magyar üzleti és intézményi szférában, Nemzeti Hírközlési Hatóság, <http://www.nhh.hu/dokumentum.php?cid=9614> (letöltve: 2007. 04. 20-án)
- ANSOFF, H. IGOR [1965]: Corporate strategy – An analytic approach to business policy for growth and expansion, Penguin Books Ltd., Harmondsworth, 1968
- DENIS, DAVID J.–DENIS, DIANE K.–SARIN, ATULYA [1997]: Agency problems, equity ownership and corporate diversification, *The Journal of Finance*, 1997/1. szám, 135–160. o.
- DYER, JEFFREY–KALE, PRASHANT–SINGH, HARBIR [2004]: When to ally & when to acquire, *Harvard Business Review*, 2004/4. szám, 108–115. o.
- GRAHAM, JOHN R.–HARVEY, CAMPBELL R.–RAJGOPAL, SHIVA [2005]: The economic implications of corporate financial reporting, *Journal of Accounting & Economics*, Amsterdam, 2005. december, 3–74. o.
- JOHNSON, GERRY–SCHOLLES, KEVAN [2002]: Exploring Corporate Strategy – Text and Cases, 6th Ed., Pearson Education Ltd., Harlow, 2002
- LANE, PETER J.–CANNELL, ALBERT A. JR.–LUBATKIN, MICHAEL H. [1998]: Agency problems as antecedents to unrelated mergers and diversification – Amihud and Lev reconsidered, *Strategic Management Journal*, 1998/6. szám, 555–579. oldal
- LELAND, HAYNE [2007]: Financial synergies and the optimal scope of the firm – Implications for mergers, spinoffs, and structured Finance, *The Journal of Finance*, 2007/2. szám, 765–807. o.
- MINTZBERG, HENRY–AHLSTRAND, BRUCE–LAMPELL, JOSEPH [2005]: Strategy Bites Back, It Is Far More, and Less, than You Ever Imagined, Pearson Prentice Hall, New Jersey. Magyarul: Stratégiai szafari – Útbaigazítás a stratégiai menedzsmentben, HVG Zrt. Kiadó, Budapest 2005
- OHMAE, KENICHI [1982]: The mind of the strategist – The art of Japanese business, McGraw-Hill, New York
- PENNINGS, JOHANNES M.–PURANAM, PHANISH [2001]: Market convergence & firm strategy – New directions for theory and research, [fp.tm.tue.nl/ecis/papers/plpenn.pdf](http://fp.tm.tue.nl/ecis/papers/plpenn.pdf) (letöltve: 2007. 04. 15-én)
- SHLEIFER, ANDREI–VISHNY, ROBER W. [1990]: Equilibrium short horizons of investors and firms, *The American Economic Review*, 1990. május, 148–153. o.
- STEIN, JEREMY C. [1989]: Efficient capital markets, inefficient firms – A model of myopic corporate behavior, *The Quarterly Journal of Economics*, 1989. november, 655–699. o.

ÁLLAMI NYOMDA: Kibocsátási tájékoztató, 2005

ÁLLAMI NYOMDA: Gyorsjelentés, 2006

BOOKLINE: Kibocsátási tájékoztató, 2006

BOOKLINE: Éves jelentés, 2006

FREESOFT: Kibocsátási tájékoztató, 2004

FREESOFT: 2006-os éves jelentés

TVNETWORK: Kibocsátási tájékoztató, 2006

TVNETWORK: Gyorsjelentés, 2006

TVNETWORK: Éves jelentés, 2006