
Tóth Krisztina

Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem

Vezetési és Szervezési Tanszék

1093, Budapest, Fővám tér 8.

Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem

Vezetési és Szervezési Tanszék

Témavezető: Antal-Mokos Zoltán, Ph.D.

© Tóth Krisztina, 2004.

Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem

Gazdálkodástani Ph.D. Program

Szinergia és valóság

A felvásárlások vezetésének hatása a szinergiák realizálására

Ph.D. értekezés

Tóth Krisztina

Budapest, 2004.

Tartalomjegyzék

BEVEZETÉS.....	8
1. A SZINERGIA FOGALMA, TÍPUSAI.....	13
1.1. A SZINERGIA FOGALMÁNAK FEJLŐDÉSE.....	14
1.1.1. Kezdetek: a hittudománytól a rendszerelméletig	14
1.1.2. A korai értelmezések a 60-as évek szakirodalmában	17
1.1.3. A 70-es és a 80-as évek: méretgazdaságosság és választékgazdaságosság.....	21
1.1.3.1. Méretgazdaságosság és méretgazdaságtalanság	22
1.1.3.2. Választékgazdaságosság és választékgazdaságtalanság	25
1.1.3.3. Iparági versus portfolio hatások	28
1.1.4. A 90-es évek: alapvető képességek.....	30
1.1.4.1. Erőforrás-alapú megközelítés.....	31
1.1.4.2. Stratégia és szinergia	33
1.1.5. 2000-től tovább: dinamikus szinergia	35
1.1.6. A dolgozatban használt értelmezés	38
1.2. SZINERGIA TÍPUSOK	41
1.2.1. Funkcionális alapon.....	42
1.2.2. Forrása alapján.....	45
1.2.3. A dolgozatban használt tipizálás	50
1.3. A SZINERGIA MÉRÉSE	52
1.3.1. Pénzügyi alapú mérés	53
1.3.2. Diverzifikáció, kapcsolódás, szinergia.....	57
1.3.2.1. A diverzifikáció formáinak összehasonlítása.....	57
1.3.2.2. Az erőforrások szerepe a diverzifikációban.....	59
1.3.3. Direkt mérés versus proxy változók	61
1.3.4. A disz-szinergia forrásai és mérése.....	64
1.3.5. A dolgozatban használt mérési módszerek	66
2. SZINERGIA FELVÁSÁRLÁSOK ÉS ÖSSZEOLVADÁSOK SORÁN	67
2.1. A SZINERGIA A FELVÁSÁRLÁSOK MAGYARÁZÓ ELMÉLETEIBEN	67
2.1.1. A felvásárlások típusai és a szinergia	67
2.1.2. Értékteremtés felvásárlások révén: elméleti megközelítések	69
2.1.2.1. Hatékonysági elméletek.....	70
2.1.2.2. Tőkepiaci elméletek.....	72
2.1.2.3. Ügynökprobléma és menedzserserializmus	73
2.1.3. Motivációs tényezők.....	75
2.1.4. A felvásárlások vizsgálatának iskolái.....	76
2.2. A FELVÁSÁRLÁSOK FOLYAMATA	81
2.2.1. A felvásárlási stratégia kialakítása a vállalati stratégiára alapozva	82
2.2.2. Kiválasztás	83
2.2.3. Tárgyalások.....	84

2.2.4. Integráció.....	85
2.3. SZINERGIAMENEDZSMENT	89
2.3.1. Szinergia potenciál menedzsment	90
2.3.2. A szinergia realizálása	92
2.3.2.1. Támogató tényezők	92
2.3.2.2. Gátló tényezők	94
3. A KUTATÁSI MODELL	96
3.1. FŐBB ÖSSZEFÜGGÉSEK	96
3.2. HIPOTÉZISEK	99
4. KUTATÁSI MÓDSZERTAN.....	105
4.1. KVALITATÍV ÉS KVANTITATÍV MEGKÖZELÍTÉS	107
4.2. AZ ESETTANULMÁNY MÓDSZER ALKALMAZÁSA	109
4.2.1. Esettanulmány kiválasztási szempontok.....	109
4.2.2. Az esetek kiválasztása	111
4.2.3. Adatok gyűjtése.....	113
4.3. KVANTITATÍV ESZKÖZÖK	117
4.4. REFLEXIÓ A KUTATÁSI TERVRŐL	121
4.5. KONTEXTUÁLIS TÉNYEZŐK.....	123
5. KUTATÁSI EREDMÉNYEK	127
5.1. A KVALITATÍV KUTATÁS EREDMÉNYEI	127
5.1.1. Veszteségből nyereséget: a K&H és az ABN Amro.....	127
5.1.2. Vegytisza szinergia: a MOL és a Slovnaft.....	147
5.1.3. Együtt és mégis külön: a Wallis és az Elender.....	162
5.2. A KVANTITATÍV KUTATÁS EREDMÉNYEI.....	177
6. KÖVETKEZTETÉSEK	185
6.1. ERŐFORRÁSOK ÉS SZINERGIA.....	185
6.2. FELVÁSÁRLÁSOK VEZETÉSE ÉS SZINERGIA	190
6.3. A SZINERGIA KUTATÁSÁNAK KÉRDÉSEI.....	197
6.3.1. A módszertan változása.....	197
6.3.2. Korlátozó tényezők.....	200
6.3.3. Implikációk, jövőbeli kutatási kérdések.....	201
MELLÉKLETEK.....	203
1. INTERJÚVÁZLAT.....	203
2. KÉRDŐÍV	204
3. A GAZDASÁGI VERSENYHIVATAL ÁLTAL VIZSGÁLT ESETEK (1998-2003).....	207
4. A KÉRDŐÍVBŐL NYERT ADATOK.....	215
IRODALOMJEGYZÉK.....	227
AZ ESETTANULMÁNYOKHOZ FELHASZNÁLT IRODALMAK JEGYZÉKE	248

Ábrák jegyzéke

1. ÁBRA: A DISSZERTÁCIÓ VÁZLATA, GONDOLATMENET	12
2. ÁBRA: A MÉRETGAZDASÁGOSSÁG ÉS A „MÉRETGAZDASÁGTALANSÁG”	23
3. ÁBRA: A KÉPESSÉGEKRE ALAPOZOTT ÉRTÉKTEREMTÉSI FOLYAMAT	70
4. ÁBRA: TÁRGYALÁSI ZÓNA A FELVÁSÁRLÁSOK SORÁN	85
5. ÁBRA: INTEGRÁCIÓS MEGKÖZELÍTÉSEK	86
6. ÁBRA: LARSSON ÉS FINKELSTEIN MODELLJE A SZINERGIA REALIZÁLÁSÁRA HATÓ TÉNYEZŐKRŐL	93
7. ÁBRA: A SZINERGIA REALIZÁLÁSÁNAK ÖSSZETETT FOLYAMATA.....	97
8. ÁBRA: A SZINERGIA REALIZÁLÁSÁT BEFOLYÁSOLÓ FŐBB TÉNYEZŐK	98
9. ÁBRA: A KUTATÁSI TERV ELEMEI	106
10. ÁBRA: A VÁLTOZÓK KÖZÖTTI ÖSSZEFÜGGÉSEK.....	120
11. ÁBRA: AZ INTEGRÁCIÓS SZERVEZET FELÉPÍTÉSE	142
12. ÁBRA: AZ ELLENDER TÖRTÉNETE.....	169
13. ÁBRA: A VIZSGÁLATI MODELL ERŐFORRÁS OLDALÁNAK MÓDOSULÁSA.....	189
14. ÁBRA: A POTENCIÁLIS ÉS A REALIZÁLT SZINERGIA VISZONYA A VIZSGÁLT ESETEKBEN	194
15. ÁBRA: A SZINERGIA REALIZÁLÁSÁT VIZSGÁLÓ MODELL MÓDOSULÁSA.....	196

Táblázatok jegyzéke

1. TÁBLÁZAT: A SZINERGIÁK FUNKCIONÁLIS ALAPÚ CSOPORTOSÍTÁSA	44
2. TÁBLÁZAT: AZ ERŐFORRÁSOK MEGVÁSÁRLÁSA ÉS AZ ERŐFORRÁSOK KIFEJLESZTÉSE.....	48
3. TÁBLÁZAT: A PIACRA LÉPÉS MÓDJÁT BEFOLYÁSOLÓ KÜLSŐ ÉS BELSŐ TÉNYEZŐK.....	59
4. TÁBLÁZAT: A SZINERGIA FORRÁSAI ÉS A FELVÁSÁRLÁS TÍPUSA	69
5. TÁBLÁZAT: A FELVÁSÁRLÁSOKAT MOTIVÁLÓ TÉNYEZŐK	75
6. TÁBLÁZAT: A FELVÁSÁRLÁSOK VIZSGÁLATÁNAK ISKOLÁI	81
7. TÁBLÁZAT: AZ INTEGRÁCIÓS FÁZIS FELADATAI	88
8. TÁBLÁZAT: A KVALITATÍV ÉS A KVANTITATÍV KUTATÁSI MEGKÖZELÍTÉS ÖSSZEHASONLÍTÁSA	105
9. TÁBLÁZAT: AZ ESETTANULMÁNY ALAPJÁUL SZOLGÁLÓ VÁLLALATOK KIVÁLASZTÁSI SZEMPONTJAI ..	110
10. TÁBLÁZAT: AZ ESETTANULMÁNYOK ELKÉSZÍTÉSEKOR ALKALMAZOTT ADATGYŰJTÉSI MÓDSZEREK.	116
11. TÁBLÁZAT: AZ ÖSSZEFÜGGÉSEK KÉRDŐÍVES VIZSGÁLATA	119
12. TÁBLÁZAT: A KÉT BANK FŐBB MUTATÓINAK ÖSSZEHASONLÍTÁSA (1998-1999)	133
13. TÁBLÁZAT: A KERESKEDELMI ÉS HITELBANK RT. ÉS AZ ABN AMRO (MAGYAR) BANK RT. FŐBB JELLEMZŐINEK ÖSSZEHASONLÍTÁSA	134
14. TÁBLÁZAT: A K&H ÉS AZ ABN AMRO ÖSSZEOLVADÁSÁNAK FŐBB LÉPÉSEI.....	135
15. TÁBLÁZAT: A MOL RT. FONTOSABB MUTATÓI (1998-1999), MILLIÓ USD	149
16. TÁBLÁZAT: A SLOVNAFT FONTOSABB MUTATÓI (1998-1999), MILLIÓ USD	150
17. TÁBLÁZAT: A MOL ÉS A SLOVNAFT FŐBB JELLEMZŐINEK ÖSSZEHASONLÍTÁSA.....	151
18. TÁBLÁZAT: A SLOVNAFT FELVÁSÁRLÁSÁNAK FOLYAMATA.....	152
19. TÁBLÁZAT: SZINERGIA-TERVEK A SLOVNAFT ÜGYLETBEN.....	158
20. TÁBLÁZAT: A SZINERGIA-TERVEK REALIZÁLÁSA A SLOVNAFT ÜGYLETBEN.....	159
21. TÁBLÁZAT: A WALLIS RT. ÉS A PSINET MAGYARORSZÁG KFT. FŐBB JELLEMZŐINEK ÖSSZEHASONLÍTÁSA.....	170
22. TÁBLÁZAT: A PSINET MAGYARORSZÁG KFT. FELVÁSÁRLÁSÁNAK FOLYAMATA	171
23. TÁBLÁZAT: A SZERVEZETI KULTÚRÁK ELTÉRÉSEI A WALLIS RT.-N BELÜL.....	175
24. TÁBLÁZAT: AZ ERŐFORRÁS TRANSZFERREL KAPCSOLATOS HIPOTÉZISEK ALÁTÁMASZTÁSA	189
26. TÁBLÁZAT: A SZINERGIÁK REALIZÁLÁSÁT TÁMOGATÓ ÉS GÁTLÓ TÉNYEZŐK.....	195
25. TÁBLÁZAT: A FELVÁSÁRLÁSOK VEZETÉSÉVEL KAPCSOLATOS HIPOTÉZISEK ALÁTÁMASZTÁSA	195

Bevezetés

Csak álom lesz vagy valóság? Hangzik gyakran a kérdés, ha valamit el szeretnénk érni, de tudjuk, hogy az álom megvalósítása nehézségekbe ütközhet. Hasonlóan, a vállalatok életében a szinergia potenciál realizálása, valóra váltása jelent ilyen nagy kihívást. Dolgozatom központi kérdése, hogyan történik az álom (a szinergia potenciál) valóra váltása a vállalat életét jelentősen megváltoztató stratégiai lépést, a felvásárlást vagy fúziót követően.

A témaválasztásomat számos tényező befolyásolta, melyek közül a téma iránti régóta tartó személyes elköteleződése a legmeghatározóbb. Külföldi tanulmányútjaim során tovább erősödött a szinergiák mibenlétének feltárása iránti érdeklődésem, olvasmányaim során számos megközelítéssel találkoztam. Célom, hogy ismereteimet a hazai tudományos közélet számára rendszerezve bemutassam, mivel hiányt érzek a szinergiákkal, illetve a szinergiamenedzsmenttel foglalkozó publikációk terén. Az értékteremtés mikéntjének kutatása állandó törekvés a stratégiai menedzsment szakirodalomban, és különösen nagy horderejű változások esetén – mint amilyen a növekedés felvásárlás révén –, még fokozottabb szerepet játszik.

Miért a vállalatfelvásárlások kerültek a vizsgálódás középpontjába? A felvásárlások talán az egyik legösszetettebb változási folyamatnak tekinthetők, két korábban különálló cég működésének összehangolása a vállalati élet minden területére kiterjedhet, számos esetben teljesen megváltoztatva a korábbi működési sémákat. A vállalatfelvásárlások és összeolvadások száma és az ügyletek értéke a Thomson Financial adatai szerint 2001-ben 2,063 trillió dollár volt, míg 2000-ben rekordmértékű 3,576 trillió dollárt mozgattak meg felvásárlási tevékenység során világszerte. A 2001 végén kezdődő gazdasági recesszió a felvásárlásokat is visszavetette, bár az európai piacon némileg kisebb mértékben. Szűkebb régiókra tekintve a visszaesés alatta marad az európai átlagnak, mivel a PriceWaterhouseCoopers előrejelzése szerint az EU csatlakozás hatására a külföldi befektetők érdeklődése megnőtt a régió iránt, továbbá a hazai cégek is nyitnak a későbbiekben csatlakozó környező országok felé.

Míg főleg az angolszász országokban a felvásárlások már több, mint egy évszázada kiradírozhatatlanok a vállalatok életéből, addig hazánkban csak az 1989-es fordulatot

követően, illetve a privatizáció elindulásával beszélhetünk piaci körülmények közötti felvásárlásokról, fúziókról (a szocialista korszak óriásvállalatokat, szövetkezeteket kialakító integrációs törekvéseit figyelmen kívül hagyva). A külföldi vállalatok megjelenésének indikátora a hazánkba beáramló közvetlen külföldi tőkebefektetések (foreign direct investment, FDI) aránya. Ez a mutató tartalmazza a privatizáció révén, zöldmezős beruházással, vagy később magánvállalatok megvételével beáramló összegeket. Az 1995-ös rekordösszegű beruházási boom-ot követően továbbra is jelentős tőke áramlik Magyarországra, de nem tekinthetünk el attól a (regionális) tendenciától, hogy a külföldi közvetlen tőkebefektetések aránya egyre csökken (Magyarország külgazdasága, 2002). Ezzel ellentétes hatásként a magyar vállalatok működőtőke exportja a tulajdonosi hitelekkel együtt 2003. I. félévében 610 millió eurós rekorszintre emelkedett és év végéig néhány jelentősebb ügylet lezárulásával (pl.: a MOL horvátországi és az OTP bulgáriai akvizíciója) elérheti a 1,5 milliárd eurós szintet (A Magyar Gazdaság, 2003/2).

A magyar cégek közvetlen tőkeexportjának felerősödése jelezi, hogy elindult a hazai vállalatok regionális terjeszkedése, döntően felvásárlások révén. Mindezek alapján az következik, hogy foglalkozni kell a felvásárlások vezetési kérdéseivel, azon belül is pedig a sikerességet meghatározó értékteremtési, szinergia realizálási folyamatok vezetésével. Ez annál is inkább fontos kérdés, mivel több tanulmány is azt mutatta ki, hogy a felvásárlások több, mint fele nem éri el kitűzött célját, nem sikerül az értékteremtés, sőt gyakran értékvesztés történik (Tetenbaum, 1999; Sirower, 1997; Hodge, 1998). A kudarc okait vizsgálva egyértelműen a két cég összeolvadási folyamatának vezetése az egyik kulcspont, hiszen az integráció során jelentkező kulturális problémákat, konfliktusokat kezelni kell, és irányítani kell az értékteremtést segítő, tanulási folyamatokat.

A hazai felvásárlások kutatásai rövid időszakra tekintenek vissza, és döntően leíró jellegűek, kérdőíves felmérésekre alapoznak, mélyebb, a vezetési folyamatokat vizsgáló empirikus kutatás még nem készült. A „Versenyben a világgal” kutatási program 1999-es második felmérése során¹ néhány új kérdést is feltettünk a hazai vállalatok

¹ A kutatás eredményeiről részletesen lásd: Chikán, Czako és Zoltayné (2002).

felvásárlási tevékenységével kapcsolatban, de az erre a kérdéskörre adott alacsony válaszadási arány nem tette lehetővé átfogó következtetések levonását.

A fentiek alapján rajzolódott ki a tézis fő kérdése, hogyan teremthetünk értéket a vállalatfelvásárlásokat és összeolvadásokat követő integrációs folyamatban, azaz hogyan történik a szinergiák realizálása. Módszertanilag a kérdést egyaránt szükségesnek tartottam kvalitatív és kvantitatív eszközök használatával körüljárni. Három, különböző felvásárlási típust illusztráló esettanulmányt készítettem, és egy nemzetközi projekt kérdőíves felmérésének eredményeit is becsatornáztam az elemzésbe. A kutatás elméleti pillérei az erőforrás-alapú megközelítés és a felvásárlások folyamatszemplétű irányzata, ezen irányvonalak összevetése révén lehetőségem nyílt a szinergiamenedzsment eddigiektől eltérő tárgyalására. Kombinálva az elméleti és empirikus tapasztalatokat azonosítottam a szinergiák fúziók révén történő realizálását befolyásoló fő tényezőket, és javaslatot teszek a szinergia empirikus kutatásának új útjaira. Az értekezés eredményeit a felvásárlásokban érintett, illetve ezt a lépést tervező vállalatok vezetői publikációk, szemináriumok révén ismerhetnék meg, míg az egyetemi oktatásban szinergiamenedzsment témájú esettanulmányok írása a célom.

A témát a szinergiák részletes bemutatásával kezdem el kifejteni, ez adja meg a dolgozat háttérét, rögzíti a fontosabb fogalmakat, és elméleti irányokat, amire a felvásárlási folyamat során történő szinergia realizálás vizsgálata épül. Az első fejezet jelentősége emellett, hogy az empirikus kutatásban felhasználható, a vezetéstudományban alkalmazott szinergia mérési módszereket is áttekintem. A második fejezet foglalkozik a vállalatfelvásárlások és összeolvadások elméleti háttérével, fókuszálva egyrészt a felvásárlások motiváló tényezőire, másrészt a felvásárlási folyamat vezetésére. Ezt azért emeltem ki részletesen, mivel a szinergia a felvásárlások *motiváló tényezője*, és a felvásárlási folyamat *eredménye* is egyben. A harmadik fejezetben határolom le a vizsgálódási területet, és kutatási munka-modellt fogalmazok meg. A negyedik fejezet mutatja be a módszertani eszközöket és az empirikus kutatás alapjait, befolyásoló tényezőit. Az 5. fejezet a kutatási eredményeket foglalja össze, melyek elemzésére a 6. fejezetben kerül sor, kitérve a továbblépési irányokra és az eredmények alkalmazhatóságára.

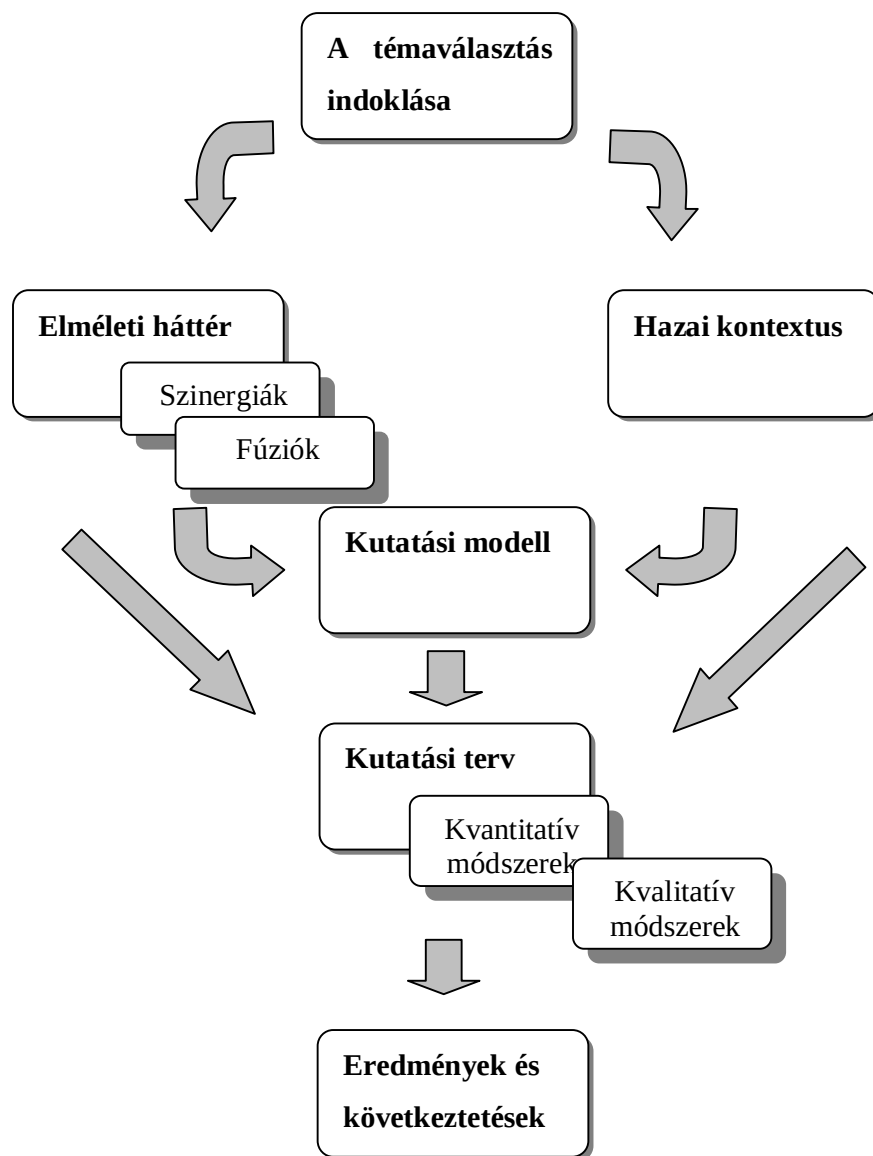
Köszönetnyilvánítás

Nagy öröm számomra, hogy témavezetőm, Antal-Mokos Zoltán irányításával kezdhettem el a kutatói és oktatói pályát, akinek személyes példamutatása, tapasztalata, tanácsai és támogatása nélkülözhetetlen volt ehhez a munkához.

Külön köszönet illeti a Vezetési és Szervezési Tanszék munkatársait, ők biztosították azt a szellemi műhelyt, ahol oly sokat tanulhattam. Köszönetet mondok Kovács Sándor tanár úrnak a figyelemért, amit a tőle kapott szakirodalmi ajánlások is tükröztek. Köszönettel tartozom Dobák Miklósnak, amiért segített a kutatás megvalósításában, a cégekkel való kapcsolatépítésben, továbbá a folyamatos biztatásért és bizalomért, amit kaptam. A kézirat alapos átolvasását és a részletes visszajelzéseket köszönöm Balaton Károlynak, Móricz Péternek, Németh Gergelynek, és Voszka Évának; az elmélyült szakmai beszélgetéseket Buzády Zoltánnak és Lázár Lászlónak. Az angol nyelvű fordítás Gonda Gergely munkáját dicséri.

A legtöbb köszönettel és hálával Édesanyámnak és Édesapának tartozom a folyamatos támogatásért és rengeteg biztatásért, amit az elmúlt évek során kaptam. Köszönöm, hogy hisztek bennem. Nektek ajánlom ezt a dolgozatot.

1. ábra: A disszertáció vázlata, gondolatmenet



1. A szinergia fogalma, típusai

Ebben a fejezetben a szinergia szakirodalmának áttekintése alapján rögzítem a disszertáció fogalmi kereteit. A fogalomelhatárolások nemcsak a pontosság és a dolgozat konzisztenciája miatt jelentősek, hanem azért is, mert a magyar nyelvű szakirodalomban még nem tisztult le teljesen a szinergia értelmezése, és annak tipizálása (lásd: Imre, 1998). A definíciók, és a szinergia megközelítésének alakulását időrendi sorrendben mutatom be, és kitérek a jövőbeli tendenciákra is. A szinergiával kapcsolatos kutatásokra jellemző, hogy az adott időszak uralkodó elméleti és gyakorlati áramlatai erőteljes hatást gyakorolnak a fogalom értelmezésére és vizsgálatára, ezért elemzem a korszak meghatározó szellemi irányvonalait, és ebbe ágyazom bele az időszak kutatási eredményeit.

A szinergia értelmezéseinek bemutatásakor nem kerülhettem el, hogy szóljak a szinergiák tipizálásáról, de részletesen az 1.2. pontban térek ki a konkrétabb elemzésre, két csoportosítási ismerv szerint. Itt már nem az időrendiség dominál, hiszen egyes tipizálások vissza-visszatérnek a későbbiekben, esetleg más típusokkal kiegészítve. A dolgozatban használandó típusrendszer kialakításánál erősen támaszkodom az erőforrás-alapú megközelítésre (resource-based view, RBV), amely a szinergiákat forrásuknál segít megragadni. Ez a megközelítés jelenti a tézis legfontosabb elméleti bázisát, mivel nemcsak napjaink meghatározó kutatási irányvonala (legfőképpen a stratégiai menedzsment területén), hanem óriási gyakorlati relevanciával is bír (Collis, 1994). A tipizálás során nem hagyhatjuk figyelmen kívül a disz-szinergiákat (vagy anti-szinergiákat), amelyek értékcsökkentő (költségnövelő) hatásúak. A disz-szinergiákat kiváltó tényezőjük alapján csoportosítom, és hatásukat elemzem.

A harmadik kérdéskör ebben a fejezetben azokat a törekvéseket foglalja össze, amelyek a szinergia mérésével kapcsolatosak. Ez a terület nem választható el a diverzifikációval foglalkozó kutatásoktól, és újra elvezet az erőforrás-alapú értelmezéshez. Mind a szinergiák, mind a disz-szinergiák számbavétele során technikailag bizonyos esetek egyszerűbben kivitelezhetőek, de megvizsgálom azokat a területeket, ahol csak proxy változók segítségével oldható meg a mérés.

1.1. A szinergia fogalmának fejlődése

A szinergia fogalmának fejlődését több tudományterületet és évtizedet felölelően mutatom be annak érdekében, hogy tisztán lássuk a fogalom gyökereit és értelmezésének hátterét. A fejlődési folyamatot áttekintve jól követhető, hogyan gazdagodik a fogalom, és mint válik egyre szélesebb körben használatossá. Mindazonáltal az is nyilvánvalóvá válik, hogy az értelmezések mind ugyanazon központi kérdés körül forognak, vagyis hogyan történik az értékteremtés a szervezetekben. Az elemzés során a vezetéstudomány, azon belül is a stratégia szakirodalom jelentette a kiindulási pontot.

Az egyes alfejezetekben először általános korrajzot festek az időszak vállalatairól, és a szervezetek alakítását befolyásoló elméleti irányzatokról, és ebbe ágyazom bele a kor szinergia kutatásait. Az összefoglalás földrajzi fókusza az angolszász és nyugat-európai vállalatokra irányul, az utolsó fejezet részben térek ki a hazai helyzetre a szinergiával foglalkozó szakirodalom tükrében. A fogalom fejlődésének bemutatásakor elsősorban a részletes áttekintés a célom, de a fejlődési folyamat eddigi eredményeinek kritikai értékelésére is kitérek, és az összegző fejezetben rögzítem a dolgozatban követendő értelmezést.

1.1.1. Kezdetek: a hittudománytól a rendszerelméletig

A szinergia szó görög eredetű, jelentése együttműködés: syn = együtt, ergos = dolgozni (Bakos, 1994). A szinergia kifejezés azonban nemcsak az együttműködés tényét, hanem az abból fakadó hatásokat is magában foglalja.

A szinergia tudományos életben való első megjelenése a **hittudomány** területe, a Pallas lexikon szerint „a szinergizmus közreműködés, értvén alatta azon hittani nézetet, miszerint az ember a maga megtérítésére nézve képes közreműködni”. Az együttműködés két vagy több fél együttes tevékenységét takarja, míg a közreműködés kifejezés lehetővé teszi az egy személyre vonatkozó értelmezést (az idézetben is az egyén saját maga működik közre saját maga megtérítésében).

A következő meghatározó tudományterület ahol a szinergia, vagy szinergizmus jelenségével találkozhatunk, a kémia, és elsősorban a **gyógyszertan**. „A gyógyszer

hatását befolyásolja a vele egyidőben adott másik gyógyszer, mégpedig erősítheti, támogathatja, amikor szinergizmusról beszélünk, vagy gátolhatja, megszüntetheti. Ezt a gátló hatást antagonizmusnak nevezzük.” (Issekutz, 1951, 31. old.). „A szinergizmust nem csak a hatás erősítésére, hanem módosítására és a nemkívánatos mellékhatások kiküszöbölésére is felhasználjuk.” (Issekutz, 1951, 33. old.)

A szinergia ebben az értelmezésben *pozitív következményekkel járó, valamely hatást támogató, illetve a negatív következményeket megszüntető fogalom*. Ezt a pozitív jelentéstartalmat a szinergia szó máig hordozza. A gyógyszerteranban több vegyület együttes reakciójának végeredménye a hangsúlyos: azt vizsgálják, hogy adott kémiai és élettani hatás kiváltásához mennyi vegyi anyag, gyógyszer szükséges. A vegyészek tehát nem azt emelik ki, hogy valamiből több lesz, hanem, hogy kevesebb mennyiségű alkotóelemekből is elérhető a kívánt hatás. Ez áttűtetve szervezeti viszonyokba azt jelenti, hogy azáltal teremthetők érték, hogy kevesebb anyagot használtunk fel, azaz költséget takarítottunk meg; a későbbiekben látni fogjuk, hogy a költségcsökkentés a korai szinergia értelmezések bázisa is.

„A gyógyszerek szinergizmusa lehet egyszerűen összetevődő, amidőn két hasonló hatású gyógyszerből fél-fél adagokat adva, teljes hatást kapunk. Lehet azonban fokozódás a hatásban, midőn $\frac{1}{4}$ - $\frac{1}{3}$ adagok is már elégségesek. Ennek okát és létrejöttének feltételeit – bár sokféle teóriát állítottak fel – nem ismerjük.” (Issekutz, 1951, 33. old.) A szinergizmus működési mechanizmusainak feltárási módszere a laboratóriumi kísérlet volt, a reagensek pontosan kimért adagjainak változtatását és hatásukat dokumentálták, diagramon ábrázolták, viszont az okok megtalálásához ez nem bizonyult elégségesnek. A kutatások kudarcai bizonyára arra vezethetők vissza, hogy igen összetett jelenségről van szó, az emberi szervezetbe kerülve egy komplex folyamat kezdődik, amit kémcsövekben nem lehet modellezni. Ha a gondolatot továbbvisszük az emberi szervezet helyett egy vállalatra mint szervezetre vonatkoztatva, akkor hasonló megállapítást tehetünk: a szervezetek és az ott keletkező szinergiák sem kutathatók külső és belső befolyásoló tényezőktől mentes, steril környezetben.

A másik oldalt, az ellentétes hatást, azaz az antagonizmust² nem választhatjuk el a szinergiahatások tanulmányozásától. Habár maga az antagonizmus szó nem került át a menedzsment tudományok területére ezen a néven, valójában gátló tényezőként értelmezve sokszor olvashatunk a jelenségről a vállalatok értékteremtési folyamatait, vagy a felvásárlásokat kutatva. *A szinergia ellenpárja, az értékteremtést akadályozó antagonizmus, vagy anti-szinergia tehát az az értékvesztés, amennyivel csökken a realizált szinergia szintje a szinergiapotenciálhoz képest.* Az anti-szinergiákról, vagy ahogyan a német szakirodalomban olvasható disz-szinergiákról (Reißner, 1992; Hirzel Leder & Partner, 1993) ebben a fejezetben részletesebben is foglalkozom.

Más tudományterületeken is felbukkan a szinergizmus, a **biológiában** „több terület egymást befolyásoló együttes, de változó hatása, mint egyes élőlények életben maradásának feltétele” (Anyanyelvi Könyvespolc CD). A biológiából számos szervezeti analógia és metafora került át a szervezetelméletekbe (Kieser, 1995). A biológiai rendszerek tanulmányozása vezetett el a **rendszerelmélet** kialakulásához (Kindler és Kiss, 1969), ami az első közvetlen kapcsolatot biztosítja számunkra a szervezetek és a szinergia fogalma között. A rendszerelmélet szerint a rendszer több mint az alkotóelemeinek összessége, részelemeinek együttes működése révén tehát érték teremődik, ami nem magyarázható pusztán a rendszer részeinek tulajdonságaival (Szintay, 1985). Az általános rendszerelmélet fejlődése elvezetett a kibernetika kialakulásához, ami a rendszerek vezérlésével, szabályozásával és irányításával foglalkozó tudományterület (Kindler és Kiss, 1969). A rendszerelmélet ráirányította a figyelmet a rendszer egyes elemeinek viszonyára, kölcsönhatásaira és változására, és a nyílt rendszerek³ tanulmányozása további dinamizmust vitt az elméletbe (Bertalanffy, 1969). A szinergiák szempontjából a kölcsönhatások vizsgálatának van jelentősége, hiszen itt a hangsúly a rendszer alkotóelemek (vagy szereplők) együttműködésére helyeződik. Johnson, Kast és Rosenzweig (1969) kötötte össze a rendszerelméletet a

² Az antagonizmus szót a gyógyszeres és nem a tudományos szocializmus szerinti értelemben használom.

³ „Zártnak az olyan rendszert nevezzük, amely nem vesz fel és nem ad le anyagot. Nyílt a rendszer akkor, ha alkotóanyagai be- és kiáramlanak, és ennek folytán változnak.” (Bertalanffy, 1969, 34. old.)

vállalatvezetéssel és a szervezetekben lejátszódó folyamatokkal, szervezet definíciójukban a kölcsönhatások célirányosságát emelik ki: „a szervezet embereknek, anyagoknak, gépeknek és egyéb erőforrásoknak olyan – társadalmi rendszerré integrált – együttese, amely kölcsönhatások sorozata által bizonyos feladatok elvégzésére irányul.” (309. old)

A **vezetéstudományban** hasonlóan a fent bemutatott tudományterületekhez (mintegy azokra építkezve) a szinergia értelmezése pozitív tartalommal telített, értéknövekedést foglal magában, sőt, gyakran azzal rokon értelemben használják. A menedzsment szakirodalomban fellelhető értelmezéseket mutatom be a következő alfejezetekben, kiemelve, hogyan kapcsolódnak a szinergia kutatások más kutatási kérdésekhez és gyakorlati tendenciákhoz.

A dolgozatban követem tehát azt a gyakorlatot, hogy az értékteremtés fogalmát a szinergiával rokon értelemben használom, mivel eredményét tekintve ugyanarról a jelenségről van szó (lásd: Seth, 1990). Más megfogalmazásban „az értékteremtés a potenciális szinergia realizálása” (Salter és Weinhold, 1979, 129. old). Ez a szinergia lehető legtágabb értelmezése, ezért szükséges elkülöníteni a különböző szinergiafajtákat, vagyis az értékteremtés különböző módjait. Ugyanakkor nem csak a szinergiák révén lehetséges értékteremtés, gondoljunk például a de-diverzifikációs lépést követő változásokra (Ghemawat és Ghadar, 2000). A tág értelmezésből adódóan azonban lehetőség van a szakirodalom szélesebb körének áttekintésére, ami egyben a következtetések levonását gazdagítja, és nehezíti is egyben.

1.1.2. A korai értelmezések a 60-as évek szakirodalmában

A második világháborút követő átmeneti visszaesést követően a gazdasági élet gyors fejlődésnek indult, melynek motorja a folyamatosan növekvő kereslet volt. A környezeti tényezőket és a vállalatok fejlődési pályáját áttekintve láthatjuk, hogy az átlagos vállalatok, néhány nagyobb, már az 1920-as években diverzifikálódó cég kivételével, pl. DuPont, General Motors (Chandler, 1962), szinergiahatásokkal érdemben csak a második világháborút követően kezdtek el foglalkozni. Azt megelőzően az egyszerű pénzügyi tervezés dominált, a piaci verseny mérsékelt volt, és

a vállalatok alapvetően rövidtávú szemléletben gondolkodtak (Antal-Mokos, Balaton, Drótos, Tari, 1999).

Az ötvenes-hatvanas években jelentkező konjunktúra, a termékek és szolgáltatások iránti stabil, sőt növekvő kereslet alapozta meg a vállalatok növekedését. A növekedés először mennyiségi (a termelés fokozása), majd később minőségi (új termékek) lett. A tervezésben erősödött a hosszú távú szemlélet, és ezzel párhuzamosan a diverzifikációs tevékenység is (Grant, 1998). Az 1960-as években a konglomerátumok növekedésének lehetünk tanúi, melyek a monopóliumellenes törvények hatására a különböző (nem kapcsolódó) iparágakban történő felvásárlási tevékenység megélénkülése következtében alakultak ki (Gaughan, 1996). A pusztán növekedés alapjául a vállalatvezetők általános vezetési képességei szolgáltak, hiszen a kor uralkodó felfogása szerint a mégoly különböző üzletágakban is gyakorlatilag ugyanazon képességekre volt szüksége egy jó vezetőnek (Goold és Luchs, 1993). A kor fő szellemi irányvonalát a ma már menedzsment-guruként számon tartott Peter Drucker rajzolta meg, aki a vezetési ismeretek tanulhatóságát hangsúlyozta (Drucker, 1960).

A szinergia fogalmának átkerülése a stratégiai menedzsment irodalomba az 1960-as években történt, a jelenség értelmezése Ansoff nevéhez fűződik. Habár a korszakban lezajló döntően nem kapcsolódó felvásárlások számának növekedése, és később a velük kapcsolatos teljesítményproblémák⁴ hívták fel a figyelmet a szinergiák tanulmányozásának fontosságára, Ansoff nem kapcsolta vállalatfelvásárlásokhoz a szinergiát, hanem négy szinergiatípust elkülönítve általánosan ragadta meg a fogalmat. Értelmezésének jelentősége – és egyben annak oka, amiért számos alkalommal hivatkozzák megállapításait – abban rejlik, hogy három funkcionálisan értelmezett szinergiatípus mellett (értékesítési, működési, beruházási) a vezetési (management) szinergiákat is felismeri (Ansoff, 1965). Ebben nyilvánvalóan tükröződik a kor domináns felfogása, a vezetők, és ismereteik mindenhatóságába vetett hit. Ansoff szerint ugyanis a **vezetési szinergia** abban rejlik, hogy a vezetés már korábban is felbukkanó és eredményesen kezelt problémákat egy új üzleti egység esetében sokkal

⁴ A General Electric értékesítési volumene az 1965-1970 közötti időszakban a diverzifikációs stratégia következtében 40%-kal nőtt, miközben a profitja csökkent (Goold és Luchs, 1993, 10. old.).

könnyebben meg tud oldani. Ez a gondolat a gyökere a Prahalad és Bettis által „domináns logikának” nevezett jelenségnek, amivel ők a kapcsolódó vállalatfelvásárlások nagyobb szinergiapotenciálját magyarázzák (Prahalad és Bettis, 1989; Bettis és Prahalad, 1995).

Ansoff a szinergiát a beruházások megtérülési rátájának felhasználásával definiálta, ezért szinergia tipizálásában a ROI mutató képzésére ható tényezők közül indult ki, és így vezette le a működési (költségekre ható), értékesítési (árbevételre ható), és beruházási (a befektetett tőkéből függő) szinergia kategóriákat, melyeket a vezetési szinergiával egészített ki.

A hatvanas években a szinergia nemcsak a tudományos életbe „tört be”, de a mindennapokban is egyre gyakrabban lehetett találkozni teljesen leegyszerűsített, és egyáltalán nem tudományos megfogalmazásával, mely szerint akkor beszélünk szinergiáról, ha $2 + 2 = 5$ (Thompson és Strickland, 1992). A dolgozatban kerülöm ezt a „definíciót”, mert véleményem szerint nem tükrözi a szinergia ennél jóval összetettebb hatásmechanizmusait, mint például azt, hogy *gyakran nem mérhető – és ezáltal nem összeadható – jelenségekről van szó*. Ugyanakkor hiba lenne nem megemlíteni ezt az értelmezést, mert újságcikkekben gyakran találkozhatunk vele, olyannyira, hogy az „egyenlet” egészen elcsépelletté vált. A dolgok leegyszerűsítése azonban felhívja a figyelmet arra, hogy a szinergia ebben az esetben is pozitív értéktöltettel rendelkezik. Logikus viszont a gondolat továbbvitele, mely szerint (és ezzel a kvázi-egyenlettel szintén találkozhattunk már) $2 + 2 = 3$, vagyis létezik egy olyan hatás, amely szinergiával ellentétes eredményekre vezet, az értéket csökkenti (itt sem az a lényeg, hogy milyen érték szerepel az egyenlőség jobb oldalán, hanem az, hogy kevesebbet ér, mint a bal oldal), ez nem más, mint a disz-szinergia hatása.

A vállalatfelvásárlásoknak a hatvanas években kezdődő harmadik hulláma⁵, és néhány látványos kudarc a mögöttes tényezők, így a szinergia kutatására irányította a

⁵ A felvásárlások első hullámát a századforduló környékére tehetjük, a monopóliumok kialakulásának időszaka volt ez, ekkor alakult ki például a Standard Oil és a US Steel is; egy tőzsdekrach tett pontot az akvizíciós tevékenység fellendülésének végére. A második hullám az első világháborút követően

figyelmet. Kitching (1967) felmérése a szinergiákat több területen próbálta megragadni, és a szinergiát olyan jelenségként értelmezte, amely a vállalatok hétköznapijainak szerves része. A várakozásokkal ellentétben kiderült, hogy a vállalatvezetők szerint nem a működési, termelési szinergiákat legkönnyebb realizálni, hanem a pénzügyi jellegűeket. A vezetési feladatok egy felvásárlás esetén annyira komplexek, hogy sokszor még a kombinált vállalat vezetési kompetenciái sem elégségesek a feladatok megoldására. Kitching a vezetésben látja az egyik legfontosabb sikerhez vezető tényezőt, de nem az Ansoff-féle menedzsment szinergiákra koncentrál, hanem a felvásárlások során fontos vezetési feladatokat azonosítja, csatlakozva az e korszaktól rohamosan terjedő vezetési ismeretekről szóló írásokhoz. Ő még nem beszél disz-szinergiákról, vagy értékrombolásról, hanem a teljesítmény változását elemzi, és ez alapján különíti el sikeres és sikertelen felvásárlásokat. Módszertani érdekesség, hogy 22 vállalatnál végzett interjúsorozatot, melynek során 181 felvásárlási esetet jellemeztek a felkért vezetők. Az esetszám tehát viszonylag magas, de az esetek sikerességének értékelése egyoldalú. Eredményeit ezért objektív és szubjektív kategóriákba sorolja, a szinergiákkal kapcsolatosan a vezető kvalitatív értékelését vette figyelembe. Ez a módszer abból a szempontból hasznos, hogy megismerjük a felvásárlási folyamat kulcsszereplőinek ítéletét a realizált szinergiák mértékéről.

Kutatásának folytatásában Kitching (1974) már nem kizárólag amerikai vállalatokra fókuszál, hanem amerikai nagyvállalatok cross-border (határokon átívelő) európai felvásárlásainak tapasztalatait összegzi. Szinergiákkal kapcsolatos fő megállapítása, hogy a vezetőket elsősorban értékesítési (az értékesített mennyiség jelentős növekedéséből fakadó) és pénzügyi (pl. az eltérő adószabályozásból fakadó) szinergiák vonzották Európába. Döntően horizontális iparágban működő cégek szolgáltak célpontként, ami már jelzi az átmenetet a konglomerátumok korszakából a későbbiekben uralkodóvá váló kapcsolódó diverzifikáció irányába.

kezdődött, és az oligopóliumok jellemezték a korszakot, melynek a nagy gazdasági világválság vetett véget (Gaughan, 1994).

1.1.3. A 70-es és a 80-as évek: méretgazdaságosság és választékgazdaságosság

A hetvenes évek elejétől a környezet radikálisan megváltozott, és az 1973-as olajválság korábban nem tapasztalt gazdasági instabilitáshoz vezetett, amit a vállalatok közötti verseny fokozódása kísért. A diverzifikációtól várt szinergiahatások a várakozások alatt maradtak, és a korábban növekedő kereslet is visszaesett (Grant, 1998). Ennek ellenére a vállalatok tovább folytatták diverzifikációs tevékenységüket, és a korábban domináns termelési funkció helyett megerősödött a kutatás-fejlesztés és a marketing szerepe (Antal-Mokos, Balaton, Drótos, Tari, 1999). A hetvenes éveket a stratégiai tervezés korszakának nevezzük, a vállalatok fő elemzési technikájuk, a portfólió mátrix (BCG-mátrix) segítségével hoztak a diverzifikációval kapcsolatos stratégiai döntéseket (Barakonyi, 1999). Ez az elemzés segítette a túldiverzifikált vállalatoknak a leépítési döntésekben, de statikus jellege miatt arra nem tudott választ adni, hogy a vállalati központnak mit kell tennie a portfólió elemei közötti értékteremtés érdekében (Goold és Luchs, 1993). Kiderült továbbá az is, hogy az eltérő jellegű üzletágakat különböző vezetési eszközökkel kell kezelni. A hatvanas évek végére az egytermékes vállalatok szinte el is tűntek a Fortune 500 rangsorából (Wells, 1984), ami ráirányította a figyelmet a többtermékes vállalatok révén elérhető szinergiahatásokra.

A hatvanas évek vállalatai a konglomerátumok, számos szerteágazó tevékenységgel rendelkeztek, melyek között – a vezetési szinergián kívül – nem sok szinergialehetőség kiaknázására törekedtek. A legfontosabb szempont a pénzügyi mutatók, a részvényesi érték alakulása volt. A hetvenes években azonban elkezdett terjedni az a szemlélet, hogy a részvényesek olcsóbban tudnak kockázatot csökkenteni, ha különböző vállalatok részvényeit vásárolják, mint ha egy erősen diverzifikált vállalat részvényeibe fektetnek (Salter és Weinhold, 1978). Ez vezetett el az 1980-as években ahhoz a nézethez, hogy egy vállalat pontosan annyit ér, mint az őt alkotó egységek összessége, se többet, se kevesebbet. Ez azt is jelentette, hogy a vállalatvezetők némileg kételkedni kezdtek a korábban oly fontosnak tartott szinergiahatások létét illetően. A Gulf & Western elnök-vezérigazgatója szerint „az elmélet, hogy kettő meg kettő egyenlő öttel nem teljesült a gyakorlatban” (Fortune, 1985. december 9., 112. old.). A vállalatok többsége a megváltozott környezethez igazította stratégiáját, és igyekeztek a méreten

kívül más tényezőkre is odafigyelni, újrastrukturálták a vállalati portfóliót, leépítették a stratégiájukba nem illeszkedő (nem „fit”) tevékenységeket. Az illeszkedés varázsszóként kísérte végig a korszakot, és a kapcsolódó felvásárlások hullámát indította el a nagymértékű de-diverzifikációs lépések mellett. A folyamatot támogatta, hogy a nyolcvanas években zajló negyedik felvásárlási hullámban megnőtt az ellenséges felvásárlások száma, a hatékonytalan cégek könnyen vállalati „cápák” (corporate raiders) áldozatai lettek, akik jelentős átstrukturálásokat végrehajtva képesek voltak értéket realizálni (Gaughan, 1996).

Az alábbiakban három témakört mutatok be, amelyek szoros összefüggésben vannak a szinergia elméletének fejlődésével és a korszak meghatározó kutatási irányvonalait reprezentálják a stratégiai szakirodalomban. A méretgazdaságosság, a választékgazdaságosság egyaránt a szinergia megjelenési formái lehetnek, tipikusan többtermékes, diverzifikált vállalatok esetében előforduló tényezőkről van szó, amelyek azonban nem fedik le a szinergiák teljes spektrumát. Ezzel párhuzamosan a disz-szinergiákra is utalás történik a méretgazdaságtalanság és választékgazdaságtalanság fogalmán keresztül. Ezt követően a vállalatok szintjéről iparági szintre áttérve az iparági tényezők értékteremtést befolyásoló hatását vizsgálom.

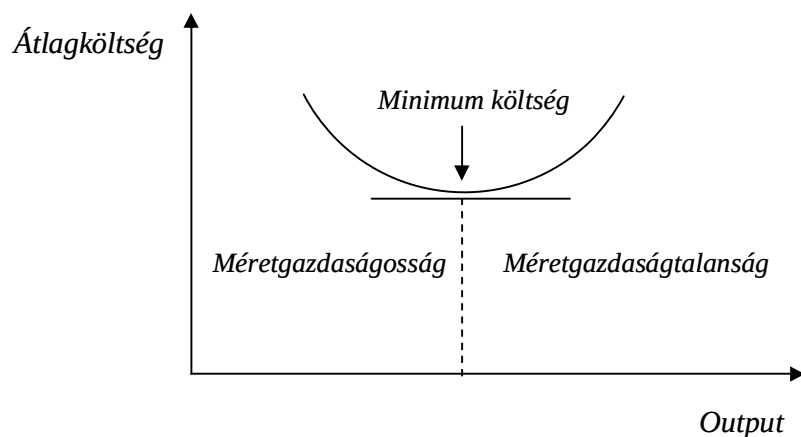
1.1.3.1. Méretgazdaságosság és méretgazdaságtalanság

Az 1980-as években a figyelem a **méretgazdaságosság** (economies of scale) vizsgálatára irányult, ezt tekintették a szinergia fő forrásának, és egyben legkönnyebben realizálható formájának, mivel a növekedésből egyszerűen következik. A méretgazdaságosság definiálása költségalapon történt, lényege, hogy a termelés mennyiségének növelésével az átlagköltség csökken (Varian, 1991).

$$MC < AC,$$

ahol MC = határköltség, AC = átlagköltség.

2. ábra: A méretgazdaságosság és a „méretgazdaságtalanság”



Forrás: Gaughan, 1996, 106. old.

Az átlagköltség U-alakú görbéje annak tudható be, hogy az átlagköltségek kezdetben csökkennek, mivel a fix költségek több egységre oszlanak meg, de egy idő után a változó költségek annyira megnövekednek, hogy az átlagköltség újra nőni fog (Besanko, Dranove, és Shanley, 1996). Az ábrán látható **„méretgazdaságtalanság”** (diseconomies of scale) azt jelenti, hogy a határköltség meghaladja az átlagköltséget. A változó költségek közé a kibocsátással arányosan növekvő költségeket soroljuk, mint például az anyagköltség (Horváth & Partner, 1997). A méretgazdaságtalanságot azok a változó költségek okozzák, amelyek a vállalati méret növekedésével emelkednek, mint például az adminisztratív költségek, és a bérek is.

A **méretgazdaságosság forrásai** funkcionális területenként a következők (Besanko, Dranove, és Shanley, 1996):

Termelés

- *A fix költségek „szétterítése”*. A méretgazdaságosság legtipikusabb esete, lényege, hogy a termelés fix költségei (pl. ingatlan, gépsor) a legyártott termékek számának növekedésével egységszinten csökkennek. Ez a hatás a termelési eszköz oszthatatlanságából is következhet, és a kapacitások maximális kihasználásáig működik, utána már újabb beruházásra van szükség, ami megnöveli a fix költségeket (tőkeintenzív termelés) (Kopányi, 1989).

-
- *Megnövekedett termelékenység specializáció révén.* Más néven tanulási görbének hívjuk a tapasztalatok növekedéséből következő teljesítményjavulást. A méretgazdaságosság és a tanulási görbe közötti különbség, hogy a méretgazdaságosság a termelés növekedésével csökkenti az egységköltséget, míg a tanulási görbe a tapasztalatok növekedésével párhuzamosan. Habár összefüggés van a tapasztalat növekedése és a legyártott mennyiség között, előfordulhat az is, hogy jelentős a méretgazdaságosság, de a tanulási görbe hatása nem jelentkezik. A jellegéből következően a tanulási görbe hatás munka-intenzív tevékenységek esetében számottevő (Besanko, Dranove, és Shanley, 1996).
 - *Készletek.* Ahol olcsóbb raktáron tartani az anyagokat, mint az a költség, ami egy anyaghiány miatti leállásból fakad (pl. vevők elvesztése, forgalom csökkenése), ott a magasabb készlet szint jelenti a biztonságosabb (és így olcsóbb) termelés zálogát. (Demeter, 1993)
 - *„Négyzetszabály”.* A méretgazdaságosság mértéke legtöbb esetben a felhasznált anyagok mennyiségétől függ, ezzel szemben a négyzetszabály ott jelentkezik, ahol a költségek arányosak a termelési eszköz felszínével (pl. olajvezeték, raktározás). Ez a növekvő mérethozadék speciális, technológiafüggő esete, amely azonban csak bizonyos tartományon belül fokozható (pl. az olajvezeték átmérőjét nem növelhetjük mértéktelenül) (Varian, 1991).

Marketing

- *A hirdetési költségek nagyobb piacokon való eloszlása.* Elsősorban a differenciáló stratégiát erőteljes reklámokkal támogató cégek esetében jelentős, gondoljunk például a Coca-Colára, ahol az egységnyi termékre jutó hirdetési költségek a nagyobb eladott mennyiségből következően csökkennek. A szélesebb piaci lefedettségéből következik az is, hogy több fogyasztót tudnak elérni a reklám üzenettel, ami tovább növelheti az értékesített mennyiséget (Bauer és Berács, 1991).
- *„Esernyő márkázás” (umbrella branding), a hírnév hatása.* Képzeljük el például a Sony esetében ez mit jelent: a Sony bármilyen új terméke bevezetésekor számíthat a cég márkanevének ismertségére, és arra, hogy ezek a kedvező hatások az új termék

esetében is jelentkezni fognak. A meglévő magas minőség image az új termékre is „átsugároz”, tehát csökkenti az új termék bevezetésének költségeit (Kotler, 1991).

Kutatás-fejlesztés

- *K+F beruházások.* Példaképpen, egy gyógyszer kifejlesztésének és engedélyeztetésének költségei igen jelentősek és a folyamat rendkívül időigényes. Ezért a gyógyszergyártók elemi érdeke, hogy sikeres legyen a termék, mert csak a nagy eladott mennyiség esetén oszlanak el kedvezően a magas fejlesztési költségek.

Beszerzés

- *Nagy mennyiség esetén árkedvezmény elérése.* Tipikus példáját a kedvezmények vagy diszkont ár kiharcolásának a kiskereskedelembe találjuk, amikor az erős alkupozícióval rendelkező hipermarket láncok nagyobb rendelési tétel fejében árengedményeket érnek el a beszállítóknál. Hasonló kedvezményekről nagy mennyiségben termelő cégek esetén is beszélhetünk, akik beszállítóknál érhetnek el árcsökkentést.

A méretgazdaságosságot tehát több funkcionális területnél is tapasztalhatunk, a cég fő profiljától függően az eltérő funkciók eltérő jelentőséggel bírnak a méretgazdaságossági előnyök kiaknázásában. A méretgazdaságosság a horizontális felvásárlásoknál kerül előtérbe, amikor a felvásárolt vállalat hasonló terméket gyárt, és kiaknázhatók a növekedésből fakadó előnyök. Nem kapcsolódó, konglomerát típusú ügyleteknél is beszélhetünk méretgazdaságosságról, például a beszerzések, vagy az adminisztráció területén.

1.1.3.2. Választékgazdaságosság és választékgazdaságtalanság

A költségalapú szemlélet következménye, hogy a hasznokat is így próbálták meg számszerűsíteni, az elért költségcsökkentés, megtakarítás tükrözte az eredményességet. A méretgazdaságossággal rokon hatás, a **választékgazdaságosság** (economies of scope), aminek eredményeképpen olcsóbb egy vállalatban belül egyszerre többféle terméket gyártani (vagy tevékenységeket folytatni), mintha külön-külön egy termékre specializálódott vállalatok állítanák elő őket. Ha a két termék y_1 és y_2 , akkor a választékgazdaságosság így írható le matematikai formulával (Teece, 1980, 224. old.):

$$c(y_1, y_2) < c(y_1, 0) + c(0, y_2)$$

ahol a $c(y_1, y_2)$ a két termék együttes termelése során felmerülő összes költséget jelenti, a $c(y_1, 0)$ és a $c(0, y_2)$ az egyes termékek külön-külön való előállításának költsége.

A méretgazdaságosságnál az átlagköltséget vettük figyelembe, a választékgazdaságosságnál a teljes költség az irányadó. Ha a fenti egyenlőtlenség megfordul, akkor beszélünk diseconomies of scope-ról, vagyis **„választékgazdaságtalanságról”** (Panzar és Willig, 1981). Ez azt eredményezi, hogy költségesebb több terméket egy vállalaton belül előállítani, mint több vállalatnak külön-külön. A választékgazdaságtalanság okozói nagyon hasonlóak a méretgazdaságtalanság kiváltóihoz, vagyis a termékeknek nemcsak mennyiségi növekedése, de a termékfajták számának emelkedése is az adminisztrációs költségek és bérek növekedését vonja maga után. Ez abból is következik, hogy a választék növekedésével a folyamatok bonyolultabbá válnak, és a termelés is inkább munkaigényes.

A választékgazdaságosság forrása lehet az ún. „többüzemes” termelési folyamat, amikor több termék gyártásánál is használatos inputokat megosztanak a gyártó üzemekben. Termelő eszközök szintjén a gépek, üzemcsarnok jobb kihasználásáról van szó azáltal, hogy a fő termék mellett (ami nem köti le a kapacitásokat) az adott üzemben más termékeket is gyártanak (Besanko, Dranove és Shanley, 1996). Nemcsak a szűken értelmezett termelés esetében jelentkezik a választékgazdaságosság, hanem például a kereskedelemben is, amikor a kereskedő a termékek szélesebb választékát kínálja az üzlethelységben, ezáltal megosztva például a bérleti díjat és az eladók bérét.

A választékgazdaságosság leggyakoribb kiváltó tényezője valamely oszthatatlan erőforrás (termelési input), amely számos termék előállításához felhasználható. Legtipikusabb példája a tudás, know-how, ami úgy alkalmazható több termék inputjaként, hogy közben értéke nem csökken (nem „kopik el”), ráadásul nem helyhez kötött. Például a gyógyszercégek kutatásaik során egy új vegyületet, vagy kutatási eredményt más kutatásokban is alkalmazhatnak, az eredményeket beépíthetik, így csökkentve a további fejlesztési költségeket (Henderson és Cockburn, 1994). Termelési eszközök esetében a kapacitáskihasználtság a meghatározó: amíg a kapacitások lehetővé teszik, addig bizonyos költségek nem növekednek az output növekedésével

(pl. a szállítási költségek egy félig megrakott teherautó esetében ugyanakkorák, mint telepakolt raktérrel) (Grant, 1998).

A méretgazdaságosság és a választékgazdaságosság forrásai rendkívül hasonlóak, a különbség abban rejlik, hogy a költségelőnyök realizálását lehetővé tevő oszthatatlan inputok a méretgazdaságosság esetében inkább fizikai természetűek (pl. gépsor), míg a választékgazdaságosság esetében döntően információ (tudás) alapúak. Ez nem azt jelenti, hogy a választékgazdaságosság esetében nem beszélünk fizikai eszközökről, éppen ellenkezőleg, a lényeg az, hogy a fizikai erőforrás révén elérhető előnyök több termékre oszlanak szét. De a nem megfogható erőforrások, mint például márkanév, hírnév, szervezeti tudás és kultúra, jobban kihasználhatók választékgazdaságosság esetén, ezért tekintem szerepüket elsődlegesnek. Felmerülhet a kérdés, hogy miért van szükség diverzifikációra, ha piaci tranzakciókkal is elérhetünk választékgazdaságossági előnyöket, mondjuk licenc szerződés révén (Grant, 1998). A válasz a választékgazdaságosságot biztosító erőforrásban rejlik, minél kevésbé megfogható, formalizálható használata, annál nagyobb tranzakciós költséggel jár a szerződés megkötése és betartásának ellenőrzése (Kieser, 1995; Williamson, 1975).

Panzar és Willig (1981) mikroökonómiai modelljében a választékgazdaságosság elégséges feltétele a többtermékes vállalatok kialakulásának, Teece (1980) érvelésében azonban a választékgazdaságosság sem szükséges, sem elégséges feltételként nem szolgál a többtermékes vállalatok létrejöttéhez. Következtetéseik különbözőségét az okozza, hogy Panzar és Willig hatékony termelési tényező piacokat feltételeznek, míg Teece a piaci tökéletlenségeket hangsúlyozza. A speciális tudásalapú erőforrásokkal kapcsolatos tranzakciós költségek, piaci tökéletlenségek viszont már okai lehetnek a többtermékes vállalatok kialakulásának (Williamson, 1975; 1985). Az oszthatatlan erőforrások és a diverzifikáció kapcsolatát már korábban Penrose (1959) is vizsgálta, a vezetői tudást azonosítva ilyen tényezőként.

Összefoglalva, a méretgazdaságosság és a választékgazdaságosság a vállalatok életében mindennaposak, és különösen akkor nő meg a jelentőségük, ha a vállalat növekedésbe kezd, az ansoff-i kategóriák bármelyikét tekintjük is. A piacfejlesztés és a termelés fokozása a méretgazdaságossági hatásokat erősíti, a termékfejlesztés elsősorban a választékgazdaságosságra hat, míg a diverzifikáció mindkét költségcsökkentő tényezőt

aktiválja. Vállalatfelvásárlások és összeolvadások esetében tehát egyaránt figyelmet kell fordítani a méret- és választékgazdaságosság kiaknázására, mivel ez nagyban hozzájárul az ügyletből származó szinergiahatásokhoz. A veszély ugyanakkor mindig fennáll, hogy disz-szinergiaként a méretgazdaságtalanság és a választékgazdaságtalanság is felbukkanjon a folyamatban.

Az eddigiekben az egyedi vállalatokat vizsgáltuk, és nem a vállalatok közti kölcsönhatásokat, vagy az iparághoz tartozó vállalatok közötti verseny szerepét. A következő fejezetben áttérek a mikroszintű folyamatok elemzéséről a makroszintű jelenségekre, és arra a kérdésre keresek választ, hogyan hatnak az iparági tényezők a vállalaton belüli értékteremtésre.

1.1.3.3. Iparági versus portfolio hatások

A szinergiahatások mellett Porter munkássága nyomán (Porter, 1980) egyre erősebb figyelem fordult az iparági tényezők és a verseny hatásainak vizsgálatára. A kutatók kérdésfeltevése arra irányult, hogy mi okozza az egyes üzleti egységek eredményességének eltérését: döntően iparági vagy portfólió (szinergia)hatások. A 80-as évek elején nagyszabású kutatási program indult ennek a kérdésnek a vizsgálatára Profit Impact of Market Strategy (röviden: PIMS) néven, melynek keretében több mint 1200 üzleti egységről gyűjtöttek részletes adatokat a Boston Consulting Group és a Strategic Planning Institute közreműködésével (Grant, 1998). Módszertanilag az üzleti egységek nyereségességének varianciáját feleltették meg a szinergiahatásoknak, és ezt vetették össze a portfólió egyéb jellemzőivel (Wells, 1984).

Wells az üzleti egység szintű teljesítmény adatok alapján feltárta, hogy milyen szinergiatípusok okozhatják a teljesítmények növekedését. Wells a diverzifikációt motiváló tényezők közül vezette le a szinergiák csoportosítását, továbbá a szinergiák tipizálását a PIMS adatbázisból nyert eredményekre alapozta. Megkülönböztette a folyamatos (ongoing) és egyszeri (transient, or up-front) szinergiákat.

A **folyamatos szinergiákat** három tényezőre vezette vissza (173.old.):

- megosztott tevékenységek (méretgazdaságosság, tanulási görbe)
- megosztott tudás, és képességek (tudástranszfer)

-
- megosztott image, értékek (a piaci hírnév ereje)

Habár Wells más úton jutott el ezekhez a mechanizmusokhoz, nézeteinek gyökerei már Penrose (1959) és Montgomery (1982; 1985) korábbi munkáiban is megtalálhatók.

Az **egyszeri szinergiák** a növekedéssel kapcsolatos előnyöket jelentik (economies of expansion), melynek hatására a vállalat piaci pozíciója erősödik. A folyamatos (működési) szinergiákkal ellentétben ezek a hatások a PIMS adatbázisban empirikusan nem mérhetők, mivel hatásuk egyszer jelentkezik, és egyből beépül a cég teljesítményébe.

Christensen és Montgomery (1981) azt találta, hogy a kapcsolódóan diverzifikált vállalatok profitabilitása és piaci részesedése magasabb, mint a nem kapcsolódóan diverzifikált cégeké. Ugyanakkor leszögeznek, hogy a siker nem egyszerűen a kapcsolódó diverzifikációt folytató stratégia eredménye, hanem a kedvező piaci lehetőségek kiaknázására képesnek is kell lenni. Ismét felmerült tehát a kérdés, hogy a diverzifikált vállalatok közötti teljesítménykülönbségek mennyiben magyarázhatók külső, iparági, vagy belső, vállalati tényezőkkel (Bettis, 1981; Powell, 1996). Rumelt (1982, 1991) kutatásai kimutatták, hogy az iparági hatások mindössze 8%-ban magyarázzák az üzletágak teljesítményei közötti varianciát, vagyis a belső hatások játszanak domináns szerepet. Ez felhívta a figyelmet a vállalat-specifikus, és sokszor „meg nem fogható” erőforrások jelentőségére a diverzifikált vállalatok teljesítményében (Hansen és Wernerfelt, 1989), függetlenül attól, hogy az iparági hatások elsődlegességét hangsúlyozók szerint ezek a hatások csupán másodlagosak (McGahan és Porter, 1997), és a vita egyik fél számára sem tekinthető lezártnak. Rumelt kutatásai azért jelentősek a dolgozatban, mivel a vállalati belső hatások előtérbe helyezése a szinergiák tanulmányozásának adott újabb lendületet, immáron az erőforrás-alapú nézetekkel is megerősítve.

A kapcsolódó diverzifikáció, illetve a horizontális felvásárlások vezetnek el bennünket a kilencvenes évekhez, ahol az összpontosítás jegyében újból előkerül a szinergiamenedzsment kérdése.

1.1.4. A 90-es évek: alapvető képességek

Az 1990-es években a versenykörnyezet radikálisan megváltozott, ami több iparágat is átstrukturált (pl. számítástechnika, telekommunikáció, légi közlekedés), új versenytársak jelentek meg, régi nagy múltú cégeket is háttérbe szorítva. A többletkapacitásokkal küzdő vállalatok drasztikus racionalizálási intézkedéseket kényszerültek hozni, vagy felvásárlási célponttá váltak, esetleg stratégiai szövetségre léptek korábbi versenytársaikkal. A gazdasági környezet megváltozása párhuzamosan zajlott a környezeti tudatosság erősödésével, a fogyasztói igények megváltozásával, és forradalmi technológiai újítások megjelenésével. Mindezek mellett a verseny színtere kitágult, a verseny globálissá vált (Pralahad és Hamel, 1994). A környezet változása a versenylőny forrásait is megváltoztatta, megjelent például az idő (Stalk, 1988) és a szervezeti tanulás képessége (Senge, 1990) mint fontos versenytényező. Új típusú gondolkodásra ösztönöztek a stratégiát inkább tanulási és evolúciós folyamatnak tekintő irányzatok képviselői (Mintzberg, Ahlstrand és Lampel, 1998; Eisenhardt, 1999), és a megváltozott vállalati magatartás, melyet nem lehetett a hagyományos szemléletben magyarázni (Hamel, 1998).

A változást az **alapvető képességekre** való összpontosítás elterjedése, és az ezzel párhuzamos de-diverzifikáció hozta meg (Pralahad és Hamel, 1990). A szerzők szerint a vállalat alapvető kompetenciáinak kell meghatározni a vállalati stratégiát és a kínált termékek/szolgáltatások fajtáját. Az alapvető kompetenciákat folyamatosan erősíteni és fejleszteni kell, fel nem ismerésük a versenylőny elvesztéséhez vezet. Az alapvető képességek jelölik ki a vállalati termékdiverzifikáció irányait, az outsourcing lehetőségeket, továbbá a felvásárlási célpontokat is, tehát stratégiai jelentőségük óriási. A vállalatok növekedése során éppen ezért a kapcsolódó diverzifikációt tartották előnyösnek, mert így az alaptevékenységet tovább lehetett erősíteni megfelelő partner esetén.

A következőkben két témakört fejtek ki, egyrészt az erőforrás-alapú megközelítést, mely a kilencvenes évektől kezdve folyamatosan jelen van a stratégiai szakirodalomban, és a dolgozat elméleti bázisát képezi. Másrészt, tovább erősítve a stratégiai nézőpontot a szinergia stratégiai jelentőségének szentelem a második alfejezetet.

1.1.4.1. Erőforrás-alapú megközelítés

A vállalatvezetők az új nézet jegyében egyre inkább törekedtek a vállalaton belüli hatékonyság növelésére, és a szinergiák felismerése és kiaknázása is előtérbe került. Ezzel párhuzamosan megnőtt az alapvető kompetenciák gyökereit jelentő erőforrások elemzésének jelentősége. Ezt a folyamatot az **erőforrás-alapú megközelítés** terjedésén keresztül követjük nyomon. A kezdetek visszanyúlnak a nyolcvanas évekre, mivel 1994-ben Birger Wernerfelt 1984-ben készült cikke nyerte el a Strategic Management Journal egyik legjobb tanulmányának járó díját. A vállalat erőforrás-alapú megközelítése (A Resource-based View of the Firm) című cikk megjelenésekor szinte észrevétlen maradt⁶, de az azóta eltelt időszakban központi jelentőségre tett szert, és elméleti irányzattá fejlődött (Conner, 1996). A stratégiai gondolkodás új irányvonalának leképeződése a vállalatok erőforrásainak (mint a versenyelőny forrásainak) előtérbe kerülése – ezzel párhuzamosan az elsődlegesen a külső, iparági tényezőkre koncentráló versenyelemzés háttérbe szorulása – figyelhető meg az elméletben és gyakorlatban egyaránt. Az erőforrás-alapú stratégiai megközelítés térnyerése az 1990-es években a környezeti változások felgyorsulásának és az ebből fakadó új problémákra és kihívásokra történő válaszkeresés együttes következménye.

A vállalat építőkövei az erőforrások, általuk lehetséges az értékteremtés. Önmagában ez a felismerés egyáltalán nem új (lásd: Penrose, 1959), de a szinergiák vizsgálata szempontjából mindenképpen jelentős. Ha abból indulunk ki, hogy a szinergiákat erőforrások kombinációjából eredeztetjük, akkor az értékteremtés szempontjából nem mindegy, hogy milyen tulajdonságokkal bíró erőforrásokat és képességeket kombinálunk. A hangsúly azon van, hogy a különleges erőforrások hatását mások révén tovább lehet erősíteni, illetve a gyengeségeket valamely erőforrás révén ki lehet küszöbölni.

Az erőforrás-alapú stratégiaalkotási felfogást több oldalról is érik kritikák, mely részben azzal magyarázható, hogy egy még viszonylag kiforratlan elmélettel állunk szemben (Kapás, 1999a). Ebből következik, hogy a szerzők által használt

⁶ 1984 és 1987 között a cikke mindössze hárman hivatkoztak, melyből kettő Wernerfelt Ph.D. hallgatóitól, egy pedig kollégájától származott (Wernerfelt, 1995, 171. old.).

fogalomrendszer nem letisztult, továbbá nehezen oldható meg az elmélet dinamizálása, vagyis az értékes erőforrások keletkezésének folyamatszempléletű magyarázata.

Az RBV irányultságát taglaló egyik legkorábbi kritikát Porter (1991) fogalmazta meg a stratégia elméletének dinamizálásáról szóló cikkében. Szerinte az erőforrás-alapú megközelítés nem lehet alternatívája a mainstream stratégiai gondolkodásnak, mivel *túláságosan is befelé forduló*, a kontextus-függőséget nem veszi figyelembe. A versenyelőny forrásai sem kizárólag az erőforrások, hanem az adott iparági struktúra is szerepet játszik. Az RBV érvelésrendszere körkörös, mert állítása szerint a sikeres vállalatok azért sikeresek, mert különleges erőforrásokra támaszkodnak. Porter véleménye szerint ez az oksági láncolat még nem kellően feltárt ebben a megközelítésben, hiszen nincs válasz több kérdésre a különleges erőforrások keletkezésével, megszerzésével, és jövőbeli értékének megőrzésével kapcsolatban.

Az RBV vizsgálati alanyait tekintve Montgomery (1995) felismeri, hogy az RBV csaknem kizárólag sikeres vállalatokat elemez optimista szemüvegben, de nem foglalkozik a vállalat gyengeségeivel, holott az erősségek mellett a gyengeségek ugyanúgy a vállalat belső, erőforrásoktól függő jellemzői. Vannak olyan „megkövesedett” vállalati rutinok, képességek, amelyek a fejlődés útjában állnak, ezért értékteremtés helyett értéket rombolnak (Leonard-Barton, 1992). Ezenkívül az elmélet nem vizsgálja a (kevés erőforrást birtokló) kisvállalkozásokat sem, hanem általában többtermékes, diverzifikált nagyvállalatokra fókuszál (Wernerfelt, 1995). A kezdeti erőforrás-készletet tekintve a kisvállalkozásoknál ez sokszor mindössze egy ötlet, vagy az alapító vállalkozó szelleme jelenti a stratégiai erőforrást, amivel az RBV nem foglalkozik (Vecsenyi, 2003).

Az elmélet környezetével kapcsolatban Porter kritikája az iparági szervezetelmélet oldaláról és eszközeivel bírálja az RBV-t, és csak akkor tartja megállapításait értelmezhetőnek, ha a környezeti változások jellege inkrementális (Porter, 1991). Az ezzel összefüggésben alkalmazható stratégiaalkotási megközelítés inkább a logikai inkrementalizmus, amely a szervezeti hatalmi-politikai folyamatokat, és strukturális viszonyokat előtérbe helyező irányzat (Quinn, 1980). Porter szerint a legtöbb vállalat rendkívül gyorsan változó környezeti feltételek között működik, tehát az erőforrás-alapú állítások csak korlátozottan érvényesek bármely vállalatra. Az institucionalista

iskola nézőpontjából az RBV nagy hiányossága, hogy nem vizsgálja az intézményi tényezőket és az erőforrásokkal kapcsolatos döntéseket is meghatározó társadalmi kontextust, vagyis a vállalatok társadalmi beágyazottságát (Oliver, 1997). Ehhez kapcsolódik az a nézet, miszerint nem egymástól teljesen független vállalatok versenyeznek, hanem egy nagyobb rendszerben kell szemlélni az egyes vállalatokat (Black és Boal, 1994). Iparági clusterek, vállalatcsoportok és hálók alakulnak ki, tehát nem elegendő a relatív erőforrás-pozíció meghatározása a stratégiaalkotás során, hanem az erőforrásoknak az iparág más vállalataival való összefüggéseit is vizsgálni kell (Prahalad és Hamel, 1994; Montgomery, 1995).

A kritika alapján az elmélet továbbfejlődési irányai is kirajzolódni látszanak, más elméleti irányzatok gondolatainak integrálásával. Ilyen továbblépési pontot jelent az evolúciós elmélettel való kiegészítés, mely az erőforrások kifejlesztésében nyújt támpontot az RBV számára (Kapás, 1999a; Nelson és Winter, 1982).

1.1.4.2. Stratégia és szinergia

A szinergia stratégiai jelentősége megkérdőjelezhetetlenné válik, és a stratégia-alkotási folyamat során is mindinkább előtérbe helyeződik. Fokozottan igaz ez a megállapítás az 1990-es évektől kezdődően, mivel a vállalati értékteremtési folyamatok kerültek a felső vezetők érdeklődésének középpontjába⁷. Ezt a tendenciát fokozta, hogy a vállalatokat egyre inkább „érték teremtőnek” (value creator) és nem „érték felhalmozónak” (value appropriator) tekintik (Ghoshal, Bartlett és Moran, 1999), valamint a külső környezetben zajló változások is felgyorsultak.

A vállalati érték növelésének mindenáron való hajszolása ellen kritikákat is megfogalmazhatunk, melyeket különösen az utóbbi időszak nagy vállalati csődjei igazolnak. A vállalati érték fő mérőszámaként a részvényárfolyamok szolgálnak. Az árfolyamok magasán tartása vált elsőszámú szemponttá a vállalatvezetők szemében döntéseik meghozatalakor, ami azonban gyakran erőltetett vállalati növekedéshez,

⁷ Ennek tükröződése olyan irányzatok, módszerek megjelenése, amelyek az értékteremtést állítják középpontba, mint például a „value-based management” (Slywotzky, 1996), a stratégiaalkotásban a „value innovation” felfogás (Kim és Mauborgne, 1997).

esetleg nem etikus vállalatértékelési eljárások használatához vezetett (Mészáros, 2002). Végeredményben a túlértékelt vállalatokról kiderült, hogy az elmúlt időszakban inkább értéket romboltak, semmint értéket teremtettek részvényeseik és számára (Figyelő, 2002. május 28.).

A szinergikus kapcsolatok feltárásának egyik első stratégiai eszköze az *értéklánc*-modell, ami alkalmas arra, hogy több (iparági) értéklánc összekapcsolásából eredő hatásokat is szemléltesse (Porter, 1985), ezáltal lehetővé téve a felvásárlások révén történő értékteremtés elemzését. A fő kérdés stratégiai szempontból az, hogyan lehet értékteremtő stratégiákat megfogalmazni és végrehajtani. Porter (1996) a vállalat tevékenységeinek egyedi *kombinációjában* látja az érték forrását, vagyis a szinergiákat erőforrások kombinációja helyett a tevékenységek szintjén értelmezi. Ugyanakkor ő is fontosnak tartja a tevékenységek *közötti* kapcsolatokat, és *illeszkedést*, ami működésbe hozza az értékteremtő stratégiát.

A stratégiaalkotási folyamat hagyományos, racionális felfogása szerint tartós versenyelőny kifejlesztésének egyik eleme a vállalat erősségeire támaszkodva az üzletágak közötti szinergiahatások feltárása (Aaker, 1984). Erőforrás-alapú megközelítésben ez a SWOT-elemzésből indul ki ugyan, de elsődlegesen a vállalat azon erősségeit próbálja azonosítani, amelyek értékesek, ritkák, költségesen másolhatók és a szervezet teljesen támogatja kiaknázásukat (Barney, 1995). Ezt a stratégiai elemzési módszert VRIO-elemzésnek hívjuk (a tartós versenyelőnyt biztosító erőforrás tulajdonságainak angol kezdőbetűit összeolvasva). A stratégiailag meghatározó erőforrásokat ily módon meghatározva építhető fel a szinergiákat legjobban kiaknázó stratégia. „Szinergia-szemüveggel” nézve tehát az értékteremtő stratégia olyan stratégia, amely a stratégiai erőforrások kiaknázása révén juttatja a vállalatot tartós versenyelőnyhöz (Aaker, 1989). Az erőforrások specializáltsága azt befolyásolja, mely területeken szerencsésebb megosztani (share), és melyeken inkább áthelyezni (transfer) az erőforrásokat az üzletágak között (Collis és Montgomery, 1997). Az erőforrások másolhatóságának nehézségi foka az innovációs folyamatra, és a diverzifikációs lépésekre is kihat (Williams, 1992).

Stratégiai elemzési módszerek kombinálása révén az elérhető szinergiák mértékére is jelzést kaphatunk. Az eljárás lépései (Schoemaker, 1992):

-
1. Szcenárió-elemzés.
 2. Iparági versenyelemzés (iparági szegmensekre bontva).
 3. A vállalat alapvető képességeinek és az iparági verseny sikertényezőinek azonosítása.
 4. Stratégiai vízió és lehetőségek megfogalmazása.

Ezt követően egy kétdimenziós mátrixban ábrázoljuk a scenáriókat és az iparági szegmenseket, majd minden egyes scenárió-szegmens kombinációhoz szükséges legfontosabb alapvető képességeket feltüntetjük. Minél több átfedés van az egyes alternatívák megvalósításához szükséges erőforrások között, annál nagyobb szinergiahatás érhető el (Schoemaker, 1992). A módszer rendkívül szemléletes, hátránya azonban, hogy statikus képet mutat az alapvető képességekről, és nem képes előrejelezni, hogy milyen új alapvető képesség kifejlesztése válhat szükségessé. Ez a probléma irányította rá a figyelmet a dinamikus képességekre és a szinergiák keletkezési mechanizmusainak feltárására.

1.1.5. 2000-től tovább: dinamikus szinergia

Az eddigiekben megfigyelhettük, hogy *a szinergiával kapcsolatos kutatások mindig a korszak meghatározó vállalati magatartásformájához igazodtak*. Az organikus növekedést, a diverzifikációt és a többtermékes vállalatok kialakulásakor a szinergiákat is ebben a kontextusban értelmezték, majd a felvásárlások és fúziók hullámaiban a külső növekedés révén elérhető szinergiahatásokat elemezték és tipizálták.

A 21. században a vállalatoknak a verseny további erősödésével kell számolniuk, amit egyes iparágakban konszolidációs folyamatok is támogatnak. A vállalatok számára ezért mindennél fontosabbá vált a hatékonyság növelése, ami számos racionalizálási intézkedéssel és elbocsátásokkal párosul. Ebben a században is tovább folytatódik a vállalatfelvásárlások minden eddiginél nagyobb tranzakciókat felvonultató korszaka, és várhatóan ez csak a versenynek leginkább kitett iparágak (autógyártás, gyógyszeripar, légiközlekedés) konszolidálódása után mérséklődik (Ghemawat és Ghadar, 2000). Az Új Gazdaság vállalatai egyelőre nem váltják be a hozzájuk fűzött reményeket, és inkább hagyományos vállalatokkal egyesülnek. A hatékonyság hajszolása a fúziók esetében a

szinergiahatások szerepének kihangsúlyozásához vezet, megszerzendő a részvényesek, befektetők bizalmát is a tőzsde mélyrepülése közepette.

Az elmélet is követi a gyakorlati tendenciákat, egyrészt kutatva az új jelenségeket, másrészt tanácsokat adva a megváltozott feltételek mellett. Az erőforrás-alapú megközelítés elemzési szintje a vállalat, elemzési egysége az erőforrás, de egyre inkább szétfeszülni látszanak ezek az elemzési keretek, mivel új típusú, versenyelőnyt biztosító erőforrások jelennek meg. A vállalatok közötti együttműködések, stratégiai szövetségek száma nő (Tari, 1999; Buzády, 2000), ami olyan új képességek megjelenését teszi szükségessé, mint például a szállítók és kereskedők együttműködése, a gyorsan változó fogyasztói igények azonosítása és az erre való reagálás. A kapcsolatokból származó előnyök kihasználásának képessége a tanuláson alapul (Mahoney, 1995), ezért az RBV és a szervezeti tanulással foglalkozó elméletek közeledése figyelhető meg, illetve kialakult a tudásalapú megközelítés (Grant, 1996; Kapás, 1999b)

A gyakorlati problémák és a stratégiaileg fontos erőforrások keletkezésének vizsgálata adott lökést az olyan erőforrások, képességek kutatásának, amelyek integráló jellegük miatt képesek a változásokon átsegíteni a vállalatokat. *Dinamikus képességeknek* nevezzük a vállalat azon képességeit, melyek a külső és belső kompetenciákat integrálni, felépíteni és újrakonfigurálni képesek a gyorsan változó környezeti változásokra válaszolva (Teece, Pisano és Shuen, 1997, 516. old.). Ezen definíció alapján állíthatjuk, hogy a *vállalatfelfrásrlások vezetése dinamikus képesség*, mert alkalmas arra, hogy szerepet vállaljon a vállalati erőforrás-készlet megújításában, és a szinergialehetőségek kiaknázásában (Eisenhardt és Martin, 2000).

Az erőforrások különböző konfigurálási módja teszi lehetővé, hogy különböző erőforrásokkal rendelkező vállalatok hasonló versenystratégiákat folytassanak (Black és Boal, 1994). Megválaszolandó kérdés, hogyan alakulnak ki a magasabb szintű, vállalatok közötti kapcsolatok, ezek milyen szervezeti formában kezelhetők úgy, hogy mindkét fél számára előnyös legyen, valamint hogyan határozható meg az erőforrások legtöbb szinergiát eredményező kombinálási módja. A vállalatok *közötti* kapcsolatokra fókuszálva új vezetői képességek válnak szükségessé.

A dinamikus, változást előtérbe állító szinergia megközelítések abban is különböznek a korábbi felfogástól, hogy a hagyományos együttműködéssel szembeállítva a közös

fejlődést (coevolution) tartják a szinergiák legértékesebb formájának (Eisenhardt és Galunic, 2000). Az értelmezésből következően olyan új szervezeti képességek kerülnek középpontba, mint a tanulási képesség és a változásokhoz való alkalmazkodás. Ez abból következik, hogy a komplex rendszerekben, szervezetekben a tudás decentralizáltan van jelen, ezért a tudásátadás és –átvétel új mechanizmusai alakulnak ki, elsősorban olyan team-ek révén, amelyek tagjai a vállalat különböző területéről kerültek ki. A vizsgálódások homlokterében ezért nemcsak a vállalati központ szerepének áttekintése áll, hanem az üzleti egységek egymás közti kommunikációja, illetve a központ és az üzleti egységek viszonya (Goold, Campbell és Alexander, 1994; Rumelt, Schendel és Teece, 1995).

A stratégiai szövetségek létrejöttét, sikerességét vizsgáló kutatások szolgálnak újabb adalékokkal az együttműködések természetének további árnyalásához. Child és Faulkner (1998) kutatásai kimutatták, hogy a partnerek közötti *bizalom* (trust) az egyik legfontosabb tényező, mert a bizalom hiányában még a gyümölcsözőnek ígérkező szövetségek is kudarcba fulladhatnak. A gondolatmenet egyaránt alkalmazható a fuzionált, illetve a többtermékes vállalatokon belüli együttműködésekre, a szinergia realizálási folyamat során.

A szinergiák mindenhatóságába vetett hit azonban meginogni látszik a szervezetekben, a szinergiák önmagukban még nem adnak választ a szervezetet érő kihívásokra. Felmerült a kérdés, hogy egyáltalán elérhetők-e a szinergiák, vagy csak igazolásképpen szolgálnak bizonyos stratégiai lépések (mint például egy vállalatfelvásárlás) indoklására. Ezt a gondolatot árnyalja tovább a hatalom iskola, mely szerint „ahogy néhány cég kiküszöböli a verseny több részét, és vertikálisan integrálódik, a hatalomgyakorlás számos lehetősége nyílik meg” (Perrow, 1994, 269. old.). Másképpen fogalmazva, a vállalati méret növekedése révén elérhető piaci verseny korlátozás okozza az árak, és ezáltal a profit növelésének lehetőségét, az értékteremtést.

Sirower (1998) szkeptikus a szinergiák realizálásával kapcsolatban, szerinte a szinergia csapda a vállalatok számára. Sirower az erőforrás-alapú közelítést sem tartja megfelelőnek, mivel az a múlta irányul, és nem képes a jövőbeli értékteremtést előrejelezni. A felvásárlások lekötik az erőforrásokat, ezért a hosszú távú elköteleződést alaposan meg kell a vállalatoknak fontolni.

1.1.6. A dolgozatban használt értelmezés

A magyar szakirodalomban használatos szinergia értelmezéseket is végigkövetem, és ezután körvonalazom a dolgozatban használt szinergia értelmezést. A gondolatmenet hasonló az eddigiekhez, először a hazai vállalatokat és az őket érő főbb környezeti hatásokat elemzem, majd szinergiával foglalkozó főbb elméleti munkákat tekintem át.

A magyar vállalatfejlődésből kiindulva megállapítható, hogy a szinergiával kapcsolatos ismeretek elterjedése, és használata lényegesen lemaradásban van a fejlett országokhoz képest. A korszerű vezetési és szervezési ismeretek elterjedéséig az 1960-as évek végéig várni kellett (Kéri, 1971; Marosi, 1978; Kindler, Kis és Máriás, 1982; Ladó, 1985), és akkor is csak közvetett módon szivárogtak az országba a külföldi kutatási eredmények. A szocialista rendszer gazdasági viszonyai közepette a vállalatoknak más típusú erőforrások jelentették az eredményesség meghatározóit (Kornai, 1980). A vezetők szemléletmódjában is sok változásnak kellett bekövetkeznie, ahogy Marosi (1996) megállapítja, a máig észlelhető pazarló magatartás gyökerei a korábbi rendszerből eredeztethetők. Mindezen gazdasági, társadalmi, politikai és kulturális tényezők azt eredményezték, hogy csak a rendszerváltást követő privatizáció során került mindinkább a figyelem középpontja a vállalatok hatékonysága és valódi eredményessége. A teljesítményt azonban a privatizációs folyamatban is nagyban befolyásolta a szervezeti politizálás (Antal-Mokos, 1995; 1998). A külföldi tőke beáramlásával a vállalatok tulajdonosi szerkezete jelentősen módosult, és a külföldi tulajdonú vállalatok a gazdaság meghatározó szereplőivé váltak (Bayer és Czakó, 1999; Mészáros, 2002). A felvásárlással, privatizációval vagy zöldmezős beruházással létrejött külföldi érdekeltségű vállalatok vezetői közül számos expatriótát találhatunk, akik más személetet, és vezetési ismereteket hoztak a vállalatoknak (Markóczy, 1993). A vállalatokra nehezedő teljesítménykényszer a verseny fokozódásával egyre nőtt. Ezzel párhuzamosan a hazai vállalatoknál egyre fontosabb szerepet kezdett el játszani a stratégiaalkotás (Balaton, 1994). Az 1990-es évek elején megfigyelhető bizonytalanság, passzív magatartás és a vállalatok versenyképessége a kilencvenes évek közepétől érezhetően megváltozott (Antal-Mokos és Kovács, 1998; Czakó, 1998), és már gyakrabban folytattak növekedési, sőt agresszív növekedési stratégiát, szemben a korábbi stabilitásra törekvéssel (Antal-Mokos és Tóth, 2001). A stratégiaalkotás aktív

vállalati tevékenységgé válva magával hozta az olyan stratégiai feladatok előtérbe kerülését is, mint a szinergiamentesség, különös tekintettel arra, hogy a vállalatok diverzifikációs lépésekbe kezdtek.

A magyar nyelvű szakirodalomban egyelőre viszonylag kevés tudományos publikáció foglalkozik a szinergiákkal, de a fogalom széles körben használatos a mindennapi vállalati életben. A szinergia vizsgálatának gyökerei a hatékonysággal kapcsolatos munkákban találhatók meg (Marosi, 1978), de sok esetben találkozhatunk a divizionális szervezetek vizsgálata során is az értékteremtés problémakörével, elsősorban a központ és a divíziók viszonylatában.

A divizionális szervezetek tárgyalásakor vezeti be Dobák (1996) a szinergia definícióját a központ és a divíziók közötti munkamegosztás kialakítását magyarázandó. „Pozitív szinergiahatás alatt olyan, a centralizált működésből eredő előnyöket értünk, amelyek az erőforrások egyesítése (centralizációja) eredményeként jobb összvállalati eredményhez vezetnek, mint ugyanazon erőforrások decentralizált felhasználásából származó egyéni eredmények összessége” (63. old.). A definícióban kettős hangsúlyt kap a szinergia pozitív értéktöltete, mely a szóban magában és a jelzőjében is szerepel. Negatív szinergiahatást Dobák nem definiál külön, de értelmezése egyszerű ellentétjeként az összvállalati eredményeket rontó hatásokat sorolhatnánk ide.

Bögel (1999) szintén a divizionális szervezetekre fókuszálva vizsgálja a vállalat belüli értékteremtést, a szinergiákat. Számára a hangsúly a több üzletággal rendelkező vállalatok „értékteremtő képesség maximumának” megtalálásán van, ami egyfajta egyensúlyozást jelent a centralizációs és decentralizációs törekvések között, számításba véve a lehetséges szinergikus kapcsolatokat. A divizionális szervezetekről a vállalatcsoportokra fordítva a figyelmünket szintén a központ (holding) által teremthető érték vizsgálata az elsődleges (Bühner, Dobák és Tari, 2002).

A stratégia-alkotási folyamatot áttekintve Salamonné (2000) a vállalati jövőkép prioritása mellett érvel a stratégia kialakítása során. Részletes elemzést követően több rész-stratégia felállítását tartja szükségesnek, melynek egyik eleme olyan stratégia megfogalmazása, amely javítja a vállalat értékteremtő képességét, valamint versenyképességét. Ily módon a szinergiák realizálására vonatkozó elképzeléseket lehet összefoglalni.

Jóval részletesebb áttekintést nyújt a szinergiák típusairól, forrásairól és értékeléséről Imre (1998) és Szintay (2001). Imre (1998) funkcionális alapon tipizálja a szinergiákat, külön kiemelve a menedzsment szinergiákat. Munkájának jelentősége, hogy a gyakorlatban alkalmazható folyamatmodellt mutat be a szinergiák kihasználására a porter-i értékláncra alapozva. A szinergiák számszerűsítésével csak általánosságban foglalkozik, figyelmét inkább a realizált szinergiák összehasonlítására fordítja, amihez kategóriarendszert dolgoz ki, a szinergia potenciálokat viszont nem kategorizálja. A megállapításai mögött húzódó implicit feltevés az, hogy az összes realizált szinergiát azonosítani lehet.

A hazai és külföldi szakirodalom áttekintése során láthattuk, hogy a szinergiákat a multidivizionális cégeknél és vállalatfelvásárlások és –összeolvadások során is vizsgálhatjuk. Ennek megfelelően a dolgozatban megkülönböztetem a felvásárlások révén előálló és a több üzletágas cégen belüli szinergiákat. Gyakorlati különbséget közöttük az jelent, hogy milyen egységek, erőforrások közötti kombinációról van szó: korábban két különálló vállalatban lévő, vagy egy vállalatban belüli együttműködések eredménye az értékteremtés.

Szinergia felvásárlások során: Két vállalat erőforrásainak és képességeinek kombinálása révén keletkező érték, amely meghaladja a két vállalat önmagában vett értékének összegét.

Szinergia multidivizionális cégeknél: A vállalat erőforrásainak és képességeinek üzleti egységek közötti kombinálása során keletkező érték, amennyivel a vállalat egészének értéke több lesz, mint az üzleti egységek értékének összege.

A szinergia fogalma értéktelített, értéknövekedést, értéktöbbletet hordoz magában, ezért a pozitív szinergia szókapcsolat redundáns. A negatív szinergiát a disz-szinergia kifejezéssel illelhetjük.

Disz-szinergia: A szinergia értékét csökkentő, az erőforrások és képességek kombinációja során fellépő negatív hatás, amely megakadályozza a szinergiapotenciál teljes mértékű realizálását.

A fogalmi elhatárolások után részletesen áttekintem a szinergiák típusait, egyaránt támaszkodva a multidivizionális cégeket és a felvásárlásokat kutató munkákra. Céлом,

hogyan olyan típusrendszert alakítsak ki, amely alkalmas a dolgozat központi kérdésköre, a vállalatfelvásárlások során történő értékteremtés vizsgálatához.

1.2. Szinergia típusok

A szinergia fogalmának fejlődéstörténete azt mutatja, hogy a szinergia definiálásakor sok esetben a szinergiák fajtáinak felsorolása is a definíció részét képezte (Ansoff, 1965; Salter és Weinhold, 1978). A korai szakaszban az alapvető képességek előtérbe kerüléséig döntően funkcionális elvű, vagy funkcionálissal kevert csoportosításokkal találkozhattunk, később, az erőforrás-alapú megközelítéssel párhuzamosan jelentek meg a szinergiák realizálásának módjára, vagy a szinergiák forrására építő tipizálások (Wells, 1984; Haspeslagh és Jemison, 1991).

A szinergiák kategorizálását több nézőpontból is megtehetjük, a dolgozatban a felvásárlásokkor felmerülő típusokat tárgyalom. Ugyanis a felvásárlások és fúziók révén létrejövő vállalatoknál jelentkező szinergiahatások kutatása némileg más irányba visz, mint a multidivizionális cégek egy adott pillanatban történő elemzése, az üzleti területek közötti szinergikus kapcsolatok azonosítása (vö.: Goold és Campbell, 1998; Campbell, Goold, és Alexander, 1995). Ez utóbbi megközelítés ugyanis statikus képet nyújt a vállalatról, míg a felvásárlások révén realizálható szinergia a növekedési folyamat közben ragadja meg és értelmezi a jelenséget. A dolgozatban a külső növekedés révén elérhető szinergiahatásokat tanulmányozom, ami annyiban különbözik az organikus fejlődéssel növekvő cégek szinergia vizsgálatánál, hogy jóval összetettebb és kockázatosabb folyamatról van szó. Két korábban különálló, különböző kultúrával, értékekkel, vezetési stílussal rendelkező vállalat közötti értékteremtés számos olyan problémát vet fel, ami a szerves vállalatfejlődés során nem jelentkezik. A problémák elemzésére a felvásárlási folyamat bemutatásakor térek vissza.

Ebben a fejezetben összefoglalom a tipizálási törekvéseket két csoportosítási ismérték szerint, feltárom a csoportosítások előnyeit és hátrányait, végül kialakítom a dolgozatban használandó csoportosítási rendszert, amely alapjaiban a szinergiák forrását igyekszik megragadni.

1.2.1. Funkcionális alapon

Visszatekintve a szinergia fogalmának fejlődésére, láthatjuk, hogy a korai értelmezések elsődlegesen funkcionális alapon ragadták meg a szinergiák típusait. A már említett Ansoff-féle tipizálás három eleme funkcionális (értékesítés, működés, beruházás), míg a vezetési szinergiák szintetizálják a vállalatirányítási tevékenységet, ami gyakorlatilag az összes funkcionális területet átfogja (vö.: Fayol, 1984). A későbbiekben is találkozhatunk a funkcionális csoportosítással, Gaughan (1996) a vállalatfelvásárlások motiváló tényezői között a szinergia két típusát azonosítja, meglehetősen leegyszerűsítve a vizsgálódási területet. Szerinte *működési* és *pénzügyi* szinergia jelentkezik a felvásárlások esetében, ezen belül is a működési szinergia alatt a méret- és választékgazdaságossági hatásokat érti.

A felvásárlásokat vizsgáló kutatók a felvásárlás típusával és egyéb jellemzőivel összefüggésben azonosítják a különböző szinergiafajtákat. Összekapcsolva a felvásárlás típusával a szinergiák típusát, Gaughan (1996) a működési szinergiákat a horizontális felvásárlásokhoz köti, míg a pénzügyi szinergiákat a vertikális és konglomerát típusú felvásárlások során is realizálhatónak tartja.

A szinergia erőforrás alapú értelmezése Chatterjee munkájában jelenik meg, aki a vállalatfelvásárlások során keletkező értéket a szinergia fajtájától tette függővé, majd a felvásárlás típusát szinergiatípusokhoz kapcsolta. Ideális esetben ez az egy-egyértelmű hozzárendelés a következő lenne:

- Horizontális összeolvadások = piaci erő (collusive synergies)
- Kapcsolódó vagy vertikális összeolvadások = működési szinergiák (operational synergies)
- Nem kapcsolódó vagy konglomerát összeolvadások = pénzügyi szinergiák (financial synergies)

A valóságban azonban nincsenek vegytiszta esetek, mivel például a horizontális összeolvadásoknál is fellép a működési és a pénzügyi szinergia, és a többi esetben is megjelennek más hatások (kivéve a konglomerátumokat, ahol nincs piaci erő növekedés és a működési szinergia is maximum az adminisztratív területre korlátozódik). Wells (1984) munkájával összevetve a kolluzív, piaci erőt eredményező

szinergiák az egyszeri szinergiák közé tartoznak, míg a működési és a pénzügyi szinergia folyamatos. Chatterjee értelmezésében a pénzügyi szinergia a tőkeköltséget csökkentő ritka erőforrásokat foglalja magában, míg a működési szinergia termelési és adminisztratív hatékonyságot eredményez. Ez a tipizálás részben funkcionális, részben piaci tényezőket figyelembe vevő. Nehezen sorolható be ebbe a felosztásba a Wells által kiemelt tudásmegosztás, mivel hatására működési és termelési szinergiák is jelentkezhetnek. Az Ansoff-féle rendszerből a vezetési szinergiák is hasonló hatással bírnak, több funkcionális területet is érintenek.

A várható értéknövekedést, vagyis a szinergiákat három tényezőtől tette függővé (Chatterjee, 1986, 121. old.):

Várható gazdasági érték = F(az erőforrás ritkasága, implementációs problémák, erőforráshasznosítási lehetőségek)

A független változók közül az egyedi erőforrások és a felhasználási lehetőségek az értéknövekedés irányába hatnak, ezzel ellentétben az implementációs problémák csökkentik az értéket. A felvásárlás révén előálló érték függ a rendelkezésre álló erőforrások különlegességétől, ritkaságától, ami a monopóliumokhoz hasonlóan extraprofitot eredményez. Ha az erőforrásokat több célra is fel lehet használni, akkor szintén javul az eredményesség. A kérdés viszont az, hogy sikerül-e egyáltalán ezeket a lehetőségeket kiaknázni, mivel az implementációs nehézségek csökkentik a realizálható szinergiák mértékét. A Chatterjee által végzett empirikus felmérés eredménye alátámasztja Kitching (1967) kutatását, és azt, hogy a működési szinergiák esetében kell leginkább implementációs nehézségekkel számolni, míg a pénzügyi szinergiákat könnyebb realizálni. Más kutatásokkal összhangban (Montgomery és Wernerfelt, 1988; Barney, 1988) itt is a horizontális összeolvadások bizonyultak eredményesebbnek.

A szinergia funkcionális alapon történő csoportosítása jelenik meg Salter és Weinhold (1979) könyvében is, szerintük szinergiák a következő területeken jelentkeznek:

- **Marketing.** Egyrészt, ha az értékesítési csatornák közösek, másrészt az összekapcsolt értékesítési lehetőségek (tie-in sales) kihasználásával, harmadrészt a közös hirdetési kampányok és akciók révén.

-
- *Méretgazdaságosság.* A gyáregységek közös használata, fix költségek szétterítése, vagyis működési szinergia.
 - *K+F.* A fejlesztési eredmények más területen való hasznosítása.

Egyéb területeket nem jelölnek meg, de hangsúlyozzák, hogy vannak még más lehetőségek is, viszont szemléletük alapvetően funkcionális jellegű. Korábbi munkájukban a pénzügyi szinergiákra is találunk utalást (Salter és Weinhold, 1978):

- *Pénzügyi.* A tőkeköltség és kockázatok csökkentése, a beruházásokhoz forrásátcsoportosítás lehetősége.

A funkcionális, illetve a döntően funkcionális (vegyes) csoportosításokban a méret- és választékgazdaságosság eseteit érhetjük tetten. A működési és pénzügyi szinergiák a méretből fakadó előnyöket hangsúlyozzák (fix költségek szétterítése, kockázatsökkentés), míg a marketing és K+F területeken a választékgazdaságosság dominál. A szinergiák funkcionális (vegyes) csoportosításait foglalja össze az egyes szerzők szerint az alábbi táblázat.

1. táblázat: A szinergiák funkcionális alapú csoportosítása

Ansoff (1965)	Salter és Weinhold (1979)	Chatterjee (1986)	Gaughan (1996)
• értékesítési • működési • beruházási • vezetési	• marketing • méretgazdaságosság • K+F • pénzügyi	• piaci erő • működési • pénzügyi	• működési • pénzügyi

A funkcionális alapú szinergia csoportosítás *kritikája*, hogy nem képes lefedni azokat a vezetői feladatokat, amelyek a szinergia realizálása során felmerülnek. Egyszerre több funkciót is érint egy-egy értékteremtő tevékenység, és egy adott funkcióhoz kötődő szinergiák realizálása több, eltérő vezetési feladatot foglal magában (Haspeslagh és Jemison, 1991). Ezt a problémát az sem oldja meg, ha a vezetési szinergiákat hozzáadjuk a csoportosításhoz, ahogyan azt Ansoff (1965) is tette. Ekkor ugyanis az a kérdés merül fel, hogyan választható szét az adott funkcionális területet érintő vezetési feladat és az elméletileg ezek felett álló, integráló jellegű, tisztán vezetési szinergia.

1.2.2. Forrása alapján

A szinergiákat erőforrások kombinációjának eredményeként értelmezve arra kell választ keresni, hogy milyen okokra vezethető vissza az érték növekedése. Ez végeredményben az erőforrások tulajdonságaiból fakad, ez befolyásolja azt is, hogy kombinációjuk eredményes-e. Először az erőforrások fogalmát tisztázom, majd az értéknövelést, versenyelőnyt nyújtó különleges erőforrások tulajdonságait elemzem. Versenyelőny alatt olyan értékteremtő stratégia megvalósítását értjük, amellyel ugyanabban az időpontban egyik jelenlegi vagy potenciális versenytárs sem rendelkezik. Akkor tartós a versenyelőny, ha a versenytársak nem képesek lemásolni a stratégia alkalmazásából származó hasznokat (Barney, 1991). Ebben a fejezetben az az alapfeltevésem, hogy versenyelőnnyel azok a vállalatok rendelkeznek, amelyek valamilyen speciális erőforrást, vagy képességet (vagy ezek csoportját) birtokolnak, és ezt versenytársaiknál jobban ki tudják használni. A versenyelőny révén egy vállalat értékesebbé válik, de nem biztos, hogy ezt minden esetben szinergiahatások okozzák. A szinergia akkor kerül előtérbe, ha az adott erőforrás-halmaz átrendezése, újszerű társítása révén a vállalat értéke tovább nő. Ezért a szinergiák elemzésekor fontosnak tartom a *dinamikus megközelítést*, amely az erőforrások mozgását, változását is nyomon követi.

Az erőforrás-alapú megközelítés az egyedi vállalatokat vizsgálja, elemzési egysége az erőforrás, amely legtágabb definíciója szerint lehet bármi, ami a vállalat erőssége vagy gyengesége, és a vállalathoz kvázi-állandóan odakötött megfogható vagy nem-megfogható eszköz, mint például géppark, tőke, hatékony termelési eljárás, márkanév, vagy az alkalmazottak szaktudása (Wernerfelt, 1984, 172. old.).

Az erőforrás-alapú megközelítés kiinduló feltevése, hogy a vállalatok heterogén erőforrás-készlettel rendelkeznek, ez okozza a közöttük, illetve teljesítményük közötti különbségeket (Penrose, 1959; Wernerfelt, 1984). Ez azt jelenti, hogy *a vállalatban belüli szinergiapotenciál a heterogén erőforrásokban rejlik*. A hosszú távú versenyképesség – és az értékteremtés – alapja, hogy a vállalat a normál profitot meghaladó jövedelemre, azaz járadékra tud szert tenni. A vállalatok különleges erőforrásaik révén juthatnak járadékhoz, melynek három forrása lehetséges (Peteraf, 1993):

1. Ritka fix, vagy kvázi-fix erőforrás birtoklása

A vállalatok járadékszerző képessége fakadhat olyan termelési tényező birtoklásából, amely a piacon korlátozottan áll rendelkezésre, vagy kínálata rövidtávon rögzített (azaz fix, vagy kvázi-fix erőforrás) (Varian, 1991). A ritka, mások számára korlátozottan (vagy csak magas költségek árán) rendelkezésre álló erőforrás révén szerezhető járadékot Ricardo-i járadéknak nevezzük (Rumelt, 1987), ilyen például értékes földterület vagy szabadalom birtoklása.

2. Monopolhelyzetből fakadó előnyök

Járadék származhat a vállalat monopolhelyzetéből, piaci erejéből is, ami az erőforrások szintjén jelentheti olyan különleges erőforrás birtoklását, melyre a vállalat termék-differenciálása alapul (Peteraf, 1993). Ide tartozik még a mobilitási korlátok jelenléte, mely a méretgazdaságossági előnyökből, visszafordíthatatlan beruházásokból, vagy egyéb, az első belépő számára jelentkező előnyből fakadhat (Yip, 1982).

3. Innováció, új tudás

A harmadik járadékfajta a vállalkozói, vagy Schumpeter-i járadék, ami az innovációkat és a technológiai fejlődést helyezi előtérbe; ebben az esetben a versenyelőny új tudás birtoklásából származik (Chikán, 1992). A tudás terjedése, illetve személyhez kötöttsége miatt azonban ez a típusú járadék a legkevésbé tartós, és a folyamatos fejlődésnek köszönhetően sokszor „önpusztító” is (Mahoney és Pandian, 1992).

A heterogenitás feltevéséből következett az erőforrások járadéktermelő képességének vizsgálata, amelyből a különleges, járadékot hozó erőforrások tulajdonságai származtathatók. Az elmélet induktív módon jut el ezekhez a heterogenitásból fakadó tulajdonságokhoz. Abból kiindulva, hogy minden vállalat homogén és tökéletesen mobil erőforrás-készlettel rendelkezik, levezethető, hogy nincs olyan értékteremtő stratégia, amely csak egy cég számára elérhető. Ennek oka, hogy a többieknek azonnal lehetőségük nyílik az előnyszerzési mód lemásolására, mivel ugyanazokat az erőforrásokat megszerezhetik a piacon. Következésképpen *a tartós versenyelőny alapja csak olyan erőforrás, illetve képesség lehet, amelyik ritka, és nem könnyen mobilizálható*, ami azt jelenti, hogy tökéletesen működő erőforrás-piac nem létezik (Besanko, Dranove és Shanley, 1996). Azon erőforrások, amelyek a járadékokhoz és a

tartós versenyelőnyhöz juttatják a vállalatot értékesek, ritkák, korlátozottan másolhatók és nincs stratégiai ekvivalens helyettesítőjük (Barney, 1991). Az ilyen speciális erőforrásokat stratégiai eszközöknek (strategic assets) nevezzük (Amit és Schoemaker, 1993).

Az RBV alapfeltevése, hogy a vállalatok heterogén erőforrásokkal rendelkeznek, amelyek akkor válhatnak a tartós versenyelőny alapjává, ha nem tökéletesen mobilizálhatók, továbbá értékesek (javítják a hatékonyságot), ritkák, nehezen másolhatók és nincs stratégiai ekvivalens helyettesítőjük. A versenytársak által történő másolást leghatékonyabban az eredmények és a hozzájuk vezető cselekvések közötti oksági kapcsolatok meg nem értése akadályozza meg (Reed és DeFillippi, 1990). Az ilyen típusú bizonytalanság még információgyűjtés révén sem szüntethető meg, mivel sokszor meg nem fogható, tudásalapú komplex ismeretek jelentik a másolás korlátját. A versenyelőny tartóssága azonban ebben az esetben sem nélkülözheti a különleges erőforrások fejlesztésébe történő beruházásokat, hiszen egy-egy technológiai áttörés könnyen értéktelenné, elavulttá teheti őket. A stratégiai jelentőségű erőforrás-készlet fejlesztése stratégiai döntések sorozata, sokszor döntő jelentőségű az út, ahogyan a képesség megszületett (Dierickx és Cool, 1989). Míg az erőforrások készlet szintje egy adott pillanatban állandó, addig hosszú távon beruházásokkal változtathatjuk mennyiségüket, és ezáltal befolyásolhatjuk más szinergia potenciálok kialakulását is. A cég stratégiája az optimális beruházási szintek megtalálását is magában foglalja, miközben a cég versenyelőnye és így jövedelmezősége a rendelkezésre álló erőforrás-készlet szintjétől függ (Dierickx és Cool, 1989). Más megfogalmazásban, ez a cég erőforrás-készletében rejlő hiányosságok (gap) „betömését” jelenti, amely a stratégiaalkotási folyamat állandó eleme (Grant, 1991). Ebből a szempontból vizsgálódva – és az erőforrás-alapú megközelítést ért kritikákat szem előtt tartva – fontosnak tartom hangsúlyozni, hogy a versenyelőny kiépítéséhez, megtartásához, illetve növeléséhez hozzájáruló erőforrások azonosítása, fejlesztése, vagy megszerzése nem történhet az iparági sikertényezők figyelembe vétele nélkül (Amit és Schoemaker, 1993). Vagyis az erőforrás-alapú megközelítést alkalmazva sem kerülhetjük el a külső környezetből eredő hatások vizsgálatát.

Jogosan merül fel a kérdés, hogyan határozható meg az erőforrások fejlesztésére szánt beruházások nagysága, továbbá, hogyan tudjuk melyik erőforrásba mennyit kell invesztálni. Stratégiai szempontból itt a tudásmenedzsmentnek, a tanulásnak és a képességszerzésnek van meghatározó szerepe, mert ezek segítenek a változó környezethez való jobb igazodásban. Erőforrások szerzésére általában két lehetőség van: a vállalat megvásárolhatja vagy kifejlesztheti őket (Grant, 1998).

Az alternatívák előnyeit és hátrányait veti össze a következő táblázat. Az összehasonlítás során támaszkodom a külső és belső növekedés (mint stratégiai lehetőségek) jellemzőire. Kiinduló feltevésünk szerint a versenyelőnyt biztosító erőforrások ritkák, nehezen megszerezhetők, esetleg helyhez kötöttek, ezért az erőforrás megvásárlása nem feltétlenül függetleníthető attól a vállalattól, amely az adott erőforrást birtokolja. Ezért az erőforrás megvásárlása mint alternatíva a vállalatfelveszárlásokkal rokonítható. Hasonlóan, a versenyelőnyt biztosító erőforrás saját kifejlesztése olyan új üzleti lehetőségeket nyit meg, amelyek révén a vállalat tudásbázisára építve növekszik (organikus növekedés).

2. táblázat: Az erőforrások megvásárlása és az erőforrások kifejlesztése

Az erőforrás megvásárlása	Az erőforrás kifejlesztése
Előny	
- gyors - a potenciális versenytársak száma csökken - belépési korlátokat szüntethet meg	- tartós - védett, nehezen másolható - összhangban van a meglévő erőforrásokkal, szervezettel
Hátrány	
- integrációs problémák - nem mindig van megfelelő célpont - mást is meg kell venni à drágább ár	- időigényes - költséges - változó környezetben kevesebb mozgástér (útfüggőség, inercia)

Forrás: Johnson és Scholes, 2002; Dierickx és Cool, 1989; Capron, Mitchell és Oxley, 1999 alapján

A megvásárlás a gyorsabb megoldás (ha van megfelelő célpont), de egy megcélzott erőforrással együtt gyakran egy komplex vállalatot is meg kell vennünk, és akkor kezelni kell az ezzel kapcsolatos összes illeszkedési és szervezeti problémát. A kockázati tényezők között szerepel még, hogy a nem illeszkedő tevékenységektől gyakran nehéz megszabadulni (Barakonyi, 2000).

A kifejlesztés sokkal lassabb folyamat, és leginkább egy szervezeti tanulási folyamatként írható le, amelyben a kiemelt szerepe van a hibák korrekcióján túl (tapasztalati tanulás, egyhurkos tanulás) a magasabb szintű, a kezdeti feltevéseket felülbíráló kéthurkos tanulásnak (Argyris, 1977). A szervezeti tanulás (különösen a szervezeti tudásátadás és tudásintegráció), valamint a szervezeti tudásbázis építése a dinamikus képességek kifejlesztésének és alkalmazásának alapvető feltétele. A szervezeti tanulás témakörével szoros összefüggésben van a szervezeti kultúra, amely azt a közeget jelenti, ahol a szervezeti tanulás zajlik (Schein, 1993). Ezért a szervezeti kultúra befolyásolja az értékteremtést közvetlen és közvetett módon is (pl.: a szervezeti kultúra és a termékfejlesztési folyamat eredményességének összefüggéseiről lásd: Bokor, 2000).

Dolgozatom középpontjában a felvásárlások révén történő értékteremtés áll, ezért a következőkben nem az erőforrások belső fejlesztése révén előálló, hanem a fúziók során elérhető szinergiahatásokra koncentrálok. A témakört tárgyaló szakirodalom két ponton is foglalkozik a szinergiák tipizálásával, egyrészt mint a motiváló tényezők (akkor még szinergia potenciálok) csoportosításakor, másrészt az integrációs fázisban elérhető értékteremtési lehetőségek feltárásakor (realizált szinergiák azonosítása). A motiváló tényezőkkel részletesen a vállalatfelvásárlások elméleti hátterének feltárásakor fogok foglalkozni, figyelmemet ebben a fejezetben az integrációs folyamat során előálló szinergiák forrásaira fordítom.

A szinergiák forrását a fúziós folyamatban a következő tényezők képezik (Haspeslagh és Jemison, 1991):

- *Kombinációs előnyök.* A méretből fakadó előnyök, melyek eléréséhez nem szükséges a szervezetek közötti képességtranszfer.

-
- *Erőforrás-megosztás.* A működés racionalizálása, költségcsökkentés a méret- és választékgazdaságossági előnyök kihasználása révén.
 - *Funkcionális képesség transzfer.* Az egyes funkcionális területekhez kötődő képességek átadása, ami a versenyelőnyt növeli a kölcsönös tanulási folyamat eredményeképpen.
 - *Általános vezetési képesség transzfer.* A versenyképesség javítása az általános vezetési képességek (pl. stratégiai tervezés, pénzügyi elemzés, emberi erőforrás menedzsment, és tágan értelmezve: leadership, vízióalkotás) fejlesztése révén.

Ebben a csoportosításban megjelennek a fúzió révén előálló egyszeri és folyamatos szinergiák (Wells, 1984). Egyszeri szinergia a méretnövekedésből, piaci pozíció javulásból fakadó kombinációs előny, mely különösen a horizontális vállalatfelvásárlások következménye (vö.: Chatterjee, 1986). Jellegét tekintve statikus, szemben a másik három forrással, amely dinamizmust visz az integrációs folyamatba a megosztás és a transzfer révén, mivel fokozottan épít az együttműködő felek közötti interakciókra.

1.2.3. A dolgozatban használt tipizálás

A szinergiák tipizálására kétféle megközelítést mutattam be, funkcionális és forrás alapon szétválasztva. Láthattuk, hogy nincs egységes tipizálás a szinergiákra vonatkozóan, hanem egy-egy esetet vizsgálva akár többféle csoportosítást is elvégezhetünk. Konkrét fúziókat tanulmányozva már az egészen korai kutatások (pl.: Kitching, 1967) is felismerték, hogy a vállalatvezetők szótárában sincs egyetemlegesen alkalmazott fogalomrendszer az értékteremtéssel kapcsolatosan, a vezetők tudatosan nem használnak egy adott elméleti tipizálást, hanem a számukra releváns tényezőket emelik ki. Az empirikus kutatás során ezért nem is lehet céлом, hogy általánosítsam a vezetők fejében lévő típusokat, hanem inkább egy olyan tágabb tipológiát állítok fel, amelybe az általuk felismert, és fontosnak tartott szinergiatípusok besorolhatók. Ebből következik, hogy a funkcionális alapú csoportosítás nem adekvát, mert nem képes kezelni a funkciók feletti és közötti együttműködésekkel fakadó előnyöket.

A szinergiákat forrásuk alapján ragadom meg, ami egyaránt alkalmas a szinergia potenciálok és a realizált szinergiák csoportosítására is. Az erőforrás-alapú

megközelítést alkalmazva az erőforrások tulajdonságaiból fakadó szinergiahatásokat igyekszem megragadni, de törekszem arra is, hogy mind az egyszeri, mind a folyamatos szinergiákat be lehessen sorolni a tipológiába.

A szinergiák típusai forrásuk alapján a következők:

1. **Egyedi** erőforrás birtoklásából fakadó szinergia

Az egyedi (ritka, nehezen megszerezhető, vagy fix) erőforrás képezheti alapját monopolisztikus előnyöknek, amely révén többletjáradék szerezhető (Peteraf, 1993; Varian, 1991; Barney, 1991). Jellemét tekintve a méretnövekedésből fakadó szinergiákat is ide sorolom, mivel szintén alkalmasak monopolhelyzet, piaci erőfölény megteremtésére (Chatterjee, 1986; Montgomery, 1985) és ezáltal egyszeri, a fúzió pillanatában keletkező értéknövekedés biztosítására.

2. **Osztthatatlan** erőforrások révén előálló szinergia

Osztthatatlan erőforrások révén keletkezhetnek a méretgazdaságossági és választékgazdaságossági hatások. Az osztthatatlan erőforrás jellemét tekintve lehet vagy tárgyi (megfogható), vagy nem megfogható, tudásalapú erőforrás. Mindkét esetben az a hangsúlyos, hogy az osztthatatlan erőforrás nagyobb fokú kihasználása (vagy felhasználási lehetőségeinek kiterjesztése) révén keletkezik új érték (Penrose, 1959).

3. **Komplementer** erőforrások révén előálló szinergia

Az egymást kiegészítő erőforrások, képességek (pl.: funkcionális képességek) együttműködése révén előálló szinergiahatás. Lényege, hogy a korábban különálló egységek kombinációja révén olyan új érték keletkezik, amely nem volna lehetséges a másik, komplementer erőforrás segítségével nélkül (Rubin, 1973; Harrison, Hitt, Hosskisson és Ireland, 1991).

Ebben a tipizálásban a vezetői képességek általánosságban az osztthatatlan erőforrások között szerepelnek, a funkcionális képességek transzfere viszont komplementer erőforrásként teremthet értéket (vö.: Haspeslagh és Jemison, 1991).

A szinergiák itt bemutatott tipizálását a felvásárlások jellemzésénél használom fel, ahol a hangsúly a különböző típusú szinergiák menedzselésén, illetve realizálásán lesz.

1.3. A szinergia mérése

Mind elméleti szempontból, mind az empirikus kutatás során komoly kérdés, hogyan számszerűsíthetjük a szinergiahatásokat. A szinergiák becsléséről konkrét vállalati esetekben számadatokat is olvashatunk, de a mérés mikéntjéről többnyire csak általános megjegyzések szólnak. A fejezet célja, hogy feltárja a szinergia mérésének lehetőségeit, és módszertanát úgy, hogy az alkalmazható legyen a kutatás során. Ennek érdekében több területről kiindulva fogom áttekinteni az operacionalizálási lehetőségeket. Bár a dolgozat nem pénzügyi fókuszú, nem hagyhatom figyelmen kívül a felvásárlásokkal összefüggő, elsősorban a célvállalatért fizetendő összeg meghatározására építő munkákat. Ezt követően térek át a stratégiai menedzsment területéről vett mérési kísérletek bemutatására, miközben részletesen foglalkozom a diverzifikáció kapcsolódásának mértékével. Ez azért lényeges kérdés, mert a diverzifikáció szorossága egyben a realizálható szinergiák mértékét is befolyásolja (Chatterjee és Wernerfelt, 1991).

A felvásárlások eredményeként létrejövő szinergiákat először a pénzügyi eredmények, és a részvényárak változásának elemzésével mutatták ki, és a kutatások egyik iránya a pénzügyi szakterület, a részvényesi érték, a kifizetett prémium nagysága (Bradley, Desai és Kim, 1988; Firth, 1980; Lubatkin, 1987; Slusky és Caves, 1991; Sharf, Shea és Beck, 1991). A másik irány a stratégiai megközelítés (Chatterjee, 1986; Markides és Williamson, 1994, 1996; Robins és Wiersema, 1995). A dolgozatban a stratégiai iránnyal foglalkozom részletesen, de ebben az alfejezetben néhány alapvető pénzügyi alapú szinergia mérést is bemutatok, hangsúlyozva, hogy részletes részvényárfolyam elemzésekkel a dolgozat empirikus részében nem foglalkozom. Ennek oka a hazai tőzsde fiatal korából és a rendelkezésre álló adatbázis hiányából vezethető le.

Fontosnak tartom kiemelni azt is, hogy a kutatásokban és gyakorlati szempontból is különbséget kell tenni a szinergia potenciál és a realizált szinergia között. Míg ex-ante a szinergia potenciál meglétéről és mértékéről beszélhetünk, addig ex-post a már realizált szinergiákat viszonyíthatjuk a potenciálhoz (Tóth, 1999). Mindkét értelmezés felvet mérési problémákat. A potenciál mérésénél jelentős bizonytalansági tényezőkkel kell számolnunk, a becslés nem lehet pontos előre nem látható események és az integrációs folyamat jellege miatt. Utólagosan szintén gondot jelent a már realizált szinergiák

felmérése, mert nem egyértelmű, mikor tekinthető lezártnak az értékteremtési szakasz. Az idődimenzió dilemmája a folyamatos és egyszeri szinergiák közötti különbségtétellel sem egyszerűsödik, mivel a fúzió eredményeként nem számszerűsíthető hatások is fellépnek. Erről az összetett problémáról lesz szó a következőkben, amikor több szempontból is megvizsgálom a mérési lehetőségeket mind a szinergia potenciál, mind a realizált szinergia esetében.

1.3.1. Pénzügyi alapú mérés

Pénzügyi szempontból a kutatók a felvásárláskor fizetett árra és a felvásárlás hatására bekövetkező részvényárfolyam-változásokra fókuszálnak a célvállalatnál és a vevőnél egyaránt (Eccles, Lanes és Wilson, 1999; Bradley, Desai és Kim, 1988). Nézzük tehát először, hogy a felvásárlások során milyen tényezőket vesznek figyelembe a célvállalat értékelésekor, és mi az összefüggés a fizetett ár és a szinergiákból származó értéknövekedés között.

A szinergia vállalatfelvásárlások esetében a célpont nettó jelenértékének az érte fizetett prémium feletti része (Sirower, 1998):

$$\text{NPV} = \text{Szinergia} - \text{Prémium}$$

Ennél árnyaltabban kifejezve, magából a szinergia definícióból kiindulva képezve a következő egyenlőséget írhatjuk le (Brealey és Myers, 1998):

$$\text{Szinergia} = \text{NPV}_{AB} - (\text{NPV}_A + \text{NPV}_B)$$

Az egyesült vállalat jelenértéke (NPV_{AB}) többet ér, mint a két vállalat külön-külön vett értékének összege. Ez a szinergiának tudható be, vagyis ha képesek vagyunk az egyesült vállalat jövőbeli cash-flow-it előrejelezni, akkor kiszámítható a szinergia értéke. Másképpen fogalmazva, a szinergia a kombináció révén előálló jövőbeli cash-flow növekedések nettó jelenértéke (Eccles, Lanes és Wilson, 1999). A szerzők ezt azon értéknövekményen felüli növekedésnek tekintik, ami a felvásárlás nélküli stratégia következményei. Vagyis létezik a célvállalat önmagában vett értékén felül egy olyan értéktöbblet, amennyivel a vevő többet hajlandó fizetni a célvállalat jövőbeli cash-flow-inak jelenértékénél. A gyakorlatban azonban ez az a pont, ahol nehézségekbe ütközünk, sőt még az egyedül működő vállalatok esetében sem tudjuk az összes jövőbeli

értékváltozást meghatározni. A vállalatok piaci értékének meghatározásában azonban segítségünkre van a tőzsde, mivel hatékony tőkepiacokon a vállalat részvényeinek árfolyama tükrözi az összes jövőbeni lehetőségét is (Copeland, Coller és Mulin, 1999). Néhány vállalat számára a piaci érték viszont nem jó jelzőszám a stand-alone value megítéléséhez, mivel pontosan azon cégek árfolyama magasabb a reálisnál, amelyeket felvásárlási célpontnak tartanak, és a cég értékelésébe már a felvásárlási prémiumot is beleépítik (Rappaport, 1986).

Ha a vállalatra felvásárlási ajánlat érkezik, akkor elemzők megvizsgálják a cég árfolyamának viselkedését: ha az árfolyam emelkedik, akkor az a piac értékítélete szerint a potenciális szinergiáknak tudható be. A részvényesi érték szempontjából kutatások megállapították, hogy általában a célvállalat részvényesei járnak jól (Bradley, Desai és Kim, 1988), és a vevő részvényesei általában nem veszítenek (Weston, Chung és Hoag, 1990).

Közelítsünk a szinergiák meghatározásához a célvállalatért fizetendő ár felől. Rappaport (1986) szerint az eladónak fizetendő maximális ár két összetevője az eladó önmagában vett értéke (stand-alone value) és a felvásárlás révén keletkező érték (melynek forrása a működési, pénzügyi és adózási szinergiákban rejlik). A vevő számára akkor képződik a szinergiákon felül érték, ha az eladó által elfogadhatónak tartott maximális ár alatt tud kontrollt szerezni a célvállalatban.

Hogyan kerülhető el, hogy egy vállalat túlfizessen a megszerezni kívánt vállalatért? Egyrészt, a célvállalat és a potenciális szinergiák felmérése a megoldás, másrészt, kerülni kell a felvásárlási licitet („bidding war”), mert az a „győztes átk” is lehet. Azaz megnyerjük a licitet, de végeredményben nem tudunk annyi értéket realizálni a fúzióból, amennyit fizettünk a cégért, vagyis veszítünk az ügyleten (Roll, 1986). A továbbiakban a potenciális szinergiák meghatározására fordítom a figyelmemet.

A potenciális szinergiák kalkulálásánál az újított támpontot, honnan származik a szinergia. Az 1.2. fejezetben számos szinergia forrást azonosítottam, most néhány olyan megközelítést mutatok be, amelyben keveredik a szinergiák tipizálása a gyakorlati tapasztalatokkal. Eccles, Lanes és Wilson (1999) a következő hatásokat számszerűsítene a szinergia potenciál megállapításához:

-
- *Költségmegtakarítások.* Létszámléépítésből, üzemek bezárásából, és méretgazdaságossági előnyökből származó „kemény” szinergia, amelyek realizálási valószínűsége magas.
 - *Bevételnövekmények.* Az előzőnél valamivel nehezebben megbecsülhető a két cég egyesülése nyomán bekövetkező forgalomnövekedés, ami több, mint a két vevőkör összegzéséből fakadó eladások értéke. Vállalatvezetői interjúkból azonban kiderült, hogy a felvásárlási árba ezt a tényezőt pontosan a nehéz számszerűsíthetőség miatt nem kalkulálják bele.
 - *Folyamatfejlesztések.* A két vállalat közötti legjobb gyakorlat (best practices) kicserélése, és az alapvető képességek megosztása, tanulási folyamatok révén. Végeredményben költségmegtakarítás és bevételnövekedés formájában jelentkezik.
 - *Pénzügyi technikák.* A méret növekedéséből fakadó pénzügyi előnyök kihasználása, a működőtőke és finanszírozási források optimalizálása, könnyebb mobilizálhatósága révén elérhető előnyök, valamint kedvezőbb hitelbesorolás elérése.
 - *Adóelőnyök.* A kedvező adózású helyek és szituációk kihasználása, ami igazából nem befolyásolja a vállalat versenyhelyzetét.

A fenti felsorolás elemei közül valójában csak a költségcsökkentő tényezőket tudják jól becsülni, a bevételnövekményeket szinte alig. A folyamatfejlesztések visszavezethetők részben költségcsökkentésre, ami azt jelenti, hogy egy részük azért számszerűsíthető. A pénzügyi típusú előnyöket a számviteli szabályozás és a pénzügyi osztály leleményessége befolyásolja, ezért ezek is a közepesen megbecsülhető kategóriába tartoznak. Mint a szinergiák teljeskörű operacionalizálására szolgáló módszert ezt a csoportosítást nem tartom alkalmazhatónak, de a bevételek és költségek elkülönítése jó alapot nyújthat egy hozzávetőleges értékeléshez.

Más szemléletű mérési eszközt mutat be Salter és Weinhold (1979) három szempontot kiemelve az akvizíció tervezésénél. Először a kockázati tényezőket vizsgálják, amelyek a tőkepiaci, a mikroökonómiai és a politikai-jogi kockázatokat jelentik. Ezután a befektetés megtérülésének jellemzőit tekintik át, majd az integrációs potenciált. Technikailag egy pontozási rendszerről van szó, melyben pontszámokat rendelnek az

egyes faktorokhoz, ahol a különböző szempontoknak különböző lehet a maximális pontértéke, ezáltal stratégiai fontosságuk szerint súlyozva a szempontokat. A szerzőpáros kiemeli azt is, hogy sokszor kell kvalitatív megjegyzésekkel kiegészíteni az elemzést. Ez a módszer több célpont közül segít kiválasztani a legmegfelelőbbet, rangsorolva őket és összevetve a vállalati stratégiai célokkal. Hátránya, hogy konkrét számadatot nem nyújt a szinergia potenciál mértékéről, előnye viszont, hogy az elérhető maximális pontszámhoz viszonyítva a kapott értéket, képet kapunk a célpont stratégiánkhoz való illeszkedéséről.

Pénzügyi szempontból nemcsak a fizetendő ár a meghatározó, hanem a fizetés módja is: készpénzzel vagy részvényt cserével, esetleg más kombinációban történik-e a felvásárlás. Empirikus vizsgálatukban Healy, Palapu és Ruback (1997) megállapította, hogy a stratégiai befektetők jellemzően részvényt cserés fizetési módot választanak, míg a pénzügyi befektetők a készpénzes fizetést preferálják, amiben közrejátszik az is, hogy a tőkepiacokon egyre könnyebb tőkéhez jutni (Mergers and Acquisitions, 1995/6., 11. old.). Ugyanakkor a stratégiai szempontok által vezérelt felvásárlás nagyobb szinergiákkal kecsegtet, szemben a pénzügyi szempontú felvásárlással (Healy, Palapu és Ruback, 1997). Sirower (1997) ezzel kapcsolatban azt emeli ki, hogy minél nagyobb prémiumot fizet a vevő, annál nagyobbak lesznek a veszteségei, amit csak némileg enyhít a vevő és célpont közötti stratégiai kapcsolódás.

A pénzügyi értékelés összefoglalásaként nézzük át, milyen kérdésekre kell válaszolni az ügylet pénzügyi értékelése során (Rappaport, 1979, 100. old.):

- Mekkora a célvállalatért fizetendő maximális ár?
- Melyek az elsődleges kockázati tényezők?
- Milyen hatást gyakorol a bevételekre, a cash-flowra, és a mérlegre a felvásárlás?
- Mi a legjobb finanszírozási módszer?

A pénzügyi szempontok alapján történő mérési lehetőségeknek széles eszköztára van, de számos értékelési bizonytalanság rejlik a számszerűsítési folyamatban, ami felveti a stratégiai szempontok szerinti vizsgálódás szükségességét is.

1.3.2. Diverzifikáció, kapcsolódás, szinergia

A diverzifikációval kapcsolatos kutatásokat azért emelem ki külön a szinergia mérésénél, mivel a kiindulási hipotézisem az, hogy a vállalatok közötti kapcsolódás mértéke befolyásolja a szinergia potenciált. Minél szorosabban kapcsolódik két üzletág stratégiaiilag, az alapvető képességek vagy termék piacok tekintetében, annál nagyobb a valószínűsége a szinergia potenciál jelenlétének (Salter és Weinhold, 1979; Lubatkin, 1983).

Ebben a részben először a diverzifikáció megvalósítási formáinak összehasonlítása következik, majd annak értékelése, hogy a vállalat erőforrásainak tulajdonságai hogyan befolyásolják a diverzifikációs tevékenységet.

1.3.2.1. A diverzifikáció formáinak összehasonlítása

A szinergia mértékének meghatározása nem jelent mást, mint válaszolni arra a kérdésre, hogy mennyi érték keletkezik, ha két korábban különálló egységet (vállalatot) összevonunk. A kutatási eredmények bemutatása során már láthattunk, hogy az értékteremtés témaköre összefügg a diverzifikáció módjával. Diverzifikáció alatt ansoff-i értelemben egy új termék-piac kombináció megjelenését értjük a vállalatnál (Ansoff, 1965). A disszertációban egy részletesebb definíciót használok, mely szerint *a diverzifikáció „a vállalat vagy üzleti egység belépése új tevékenységi területekre, vagy belső fejlődési folyamat eredményeként, vagy felvásárlás révén, amely magában foglalja az adminisztratív struktúra, a rendszerek, és más vezetési folyamatok megváltozását”* (Ramanujam és Varadarajan, 1989, 525. old.). Ebben a definícióban már a diverzifikáció módozatai is szerepelnek (belső, organikus növekedés, illetve vállalatfelvásárlások), és mindkét esetben értelmezhető az új és a régi egység közötti kapcsolat szorossága. E választás mellett szólt az is, hogy a szinergiák vizsgálata során előtérbe kerülnek a definícióban külön kiemelt strukturális, rendszerbeli és vezetési folyamat szintű változások, melyek nélkül nem beszélhetünk szinergiahatásról (ha semmilyen szinten nem történnek változások, nem realizálható szinergia, mivel nincs együttműködés).

A stratégiai menedzsmentet már régóta foglalkoztató kérdés, hogy mi az összefüggés a diverzifikáció és a vállalati teljesítmény között. Ezt az összetett problémát több

irányból közelítették meg a kutatók. Először a diverzifikáció irányának és szorosságának témaköre merült fel a teljesítmény-vizsgálatok során, összevetve az iparági szintű, teljesítményt befolyásoló tényezőkkel (Christensen és Montgomery, 1981). Csak később került előtérbe az erőforrások szerepe a diverzifikáció irányában (abban, hogy kapcsolódó vagy nem kapcsolódó diverzifikáció történik) és módszerében (vagyis, hogy belső fejlődés vagy vállalatfelvásárlás révén zajlik a diverzifikáció).

Rumelt (1974) a diverzifikáltság mérésére kategóriarendszert dolgozott ki, melyben a klasszifikálás alapjául a meglévő és az új üzletágak közötti kapcsolat szorossága szolgált. Wrigley kutatásaira építve 9 kategóriát különített el, melyek első és utolsó tagja egy skála két végpontjának feleltethető meg: az egyik szélsőség az egytermékes vállalat, a másik diverzifikált, nem-kapcsolódó termékekkel rendelkező vállalat. A kapcsolódás szorosságát a termékek kapcsolódása jelentette. Ez a kategóriarendszer különbözött a korábbi mérési módszerektől, amelyek a vállalatok SIC-kódját használták fel a kapcsolódás vizsgálatában. A SIC-kód alkalmazásával különböző mutatókat képeztek, mint az entrópia index, vagy a koncentrikus index (Robins és Wiersema, 1995), a módszer a folyamatos mérési eszközök közé tartozik, míg a Rumelt féle klasszifikáció a kategória alapú mérést teszi lehetővé. A folyamatos és kategória alapú mérési eszközöket összehasonlítva Hall és St. John (1994) azt találta, hogy a mérési módszer kiválasztása befolyásolja a diverzifikáció teljesítményének értékelését.

A dolgozatban a diverzifikációval foglalkozó nagyszámú publikáció közül azokra fordítom a figyelmet, amelyek a diverzifikáció fokozatait és a megvalósítás módjai közötti választást tekintik át.

Az organikus növekedés zöldmezős beruházás révén történő megvalósítása és a külső növekedés közötti választást az alábbi tényezők befolyásolják (Caves és Mehra, 1986; Zejan, 1990; Hennart és Park, 1993; Barkema, Bell, és Pennings, 1996; Brouthers és Brouthers, 2000; Meyer és Estrin, 2001):

3. táblázat: A piacra lépés módját befolyásoló külső és belső tényezők

Külső környezet	Belső, vállalati jellemzők
• Piaci, iparági viszonyok (koncentráció, növekedési ütem, versenytársak, tőkeintenzitás) • Gazdasági viszonyok (GDP, kereslet, infrastruktúra, valutaárfolyamok) • Politikai viszonyok (kormányzati kapcsolatok) • Belépési korlátok (jogi, szabályozási, vagy erőforrás-hozzáférés) • Nemzeti kultúra, nyelv	• A befektető diverzifikáltsági foka • Nemzetköziesedés foka (külföldi leányvállalatok száma, hány országban) • Vállalati méret (a célvállalaté is) • Stratégiai szándék • Erőforrások (a célvállalatnál is) • Tapasztalat (országismereti, beruházási, felvásárlási) • Tanulási képesség • Szervezeti kultúra • Adósságállomány

A táblázatban a célország tulajdonságai jelennek meg a külső környezeti jellemzőknél, míg a belső jellemzők elsősorban a befektető (növekedő) cég szempontjából értelmezendők.

A következőkben kiragadom ebből a felsorolásból a belső jellemzőket, és azon belül is az erőforrások befolyásoló szerepéről lesz szó a diverzifikációs lépések során.

1.3.2.2. Az erőforrások szerepe a diverzifikációban

A vállalati növekedésről írott könyvében már Penrose (1959) is vizsgálta az erőforrások szerepét a diverzifikációban. Szerinte mivel bizonyos erőforrások **oszthatatlanok**, jobb kihasználásuk érdekében érdemes a tevékenységet kibővíteni, ami a méretgazdaságossághoz és a választékgazdaságossághoz hasonló eredményre vezet. Ezt az is támogatja, hogy bizonyos erőforrásokat többféleképpen használhatunk, és új felhasználási lehetőségek folyamatosan keletkeznek (Penrose, 1959). Az egyik ilyen erőforrás éppen a vezetési képességekben rejlik, melyek kihasználatlan kapacitásait csakis a vállalatok növekedése révén lehet lekötöni (Montgomery, 1994).

Az oszthatatlanság mellett az erőforrások más tulajdonságai is befolyásolják az általuk elérhető szinergiákat. Nagyméretű diverzifikált vállalatok empirikus vizsgálata során Montgomery és Hariharan (1991) arra a megállapításra jutott, hogy az ilyen típusú

cégeknek nem kizárólag a céliparág feltételei és követelményei játszanak szerepet a diverzifikációs döntésben, hanem a cég meglévő erőforrásai és az iparági erőforrás-követelmények közötti összhang a döntő. Másképpen fogalmazva, a diverzifikáció motiváló tényezője az erőforrások megfelelősége, ami több tulajdonság együttese. Elsősorban az erőforrások **rugalmasságától** függ, hogy kapcsolódó vagy nem kapcsolódó piacokra érdemes a vállalatnak belépni. Legkevésbé a fizikai erőforrások rugalmasak, mivel fix és csak speciálisan hasznosítható kapacitásokat jelentenek. A pénzügyi eszközök a legrugalmasabbak, ezért egyaránt szolgálhatnak alapul a kapcsolódó és a nem kapcsolódó diverzifikációhoz (Chatterjee és Wernerfelt, 1991). A rugalmasság mellett az új piacon szükséges erőforrások **hasonlósága** is fontos szempont. Minél „távolabb” esik (minél jobban különbözik) a meglévő erőforrások szempontjából az új piac, annál valószínűbb, hogy az adott erőforrás többlet veszít értékéből a transzfer során, ami különösen a cégspecifikus erőforrások esetében igaz (Montgomery és Wernerfelt, 1988). Normatív stratégiai ajánlasként ez azt jelenti, hogy sajátos, speciális erőforrásokkal rendelkező cégeknek érdemesebb „közeli” piacok felé, vagyis kapcsolódó módon diverzifikálni tevékenységüket.

Az új piacra való belépés iránya (kapcsolódó vagy nem kapcsolódó) mellett a belépés módja (belső fejlődés vagy vállalatfelvásárlás) is erőforrásoktól függő döntés (Singh és Montgomery, 1987). Először az erőforrások terjeszkedés útján való optimális felhasználásáról döntenek a vállalatok, majd a terjeszkedés módjáról határoznak általában. Az erőforrások specializáltsági foka szerint a következő esetek fordulnak elő (Chatterjee és Singh, 1999):

- Nem-specifikus erőforrásra (pl.: pénzügyi eszközök) támaszkodva a vállalatok inkább a belső fejlődés útján való terjeszkedést választják.
- Közepesen specifikus erőforrások (pl.: K+F, marketing területén) birtoklása esetén inkább kapcsolódó piacokra lépnek be belső fejlődés vagy felvásárlás útján.
- Rendkívül specifikus erőforrások (pl.: speciális berendezések) esetén koncentrált vagy növekvő piacokra felvásárlás útján lépnek be a vállalatok.

Külön figyelmet érdemel az erőforrások és a vállalatfelvásárlások kapcsolatának elemzése. A felvásárlások eszközként szolgálhatnak új képességek szerzésére, vagy a

meglévők átformálására a változó piaci helyzetnek megfelelően (Capron és Mitchell, 1998). Stratégiai döntésünket követően, már a felvásárlási célpont kiválasztása során törekedni kell arra, hogy a két cég erőforrásai között összhang legyen, mivel az integráció sikerének valószínűségét növeli az erőforrások jó összeilleszthetősége (Itami, 1987). Az integrációs fázisban zajlik az erőforrások és képességek transzfere a két cég között, azaz a tudásmegosztás (Haspeslagh és Jemison, 1991). A vállalatfelvásárlás gyors megoldást kínál stratégiai szempontból fontos képességek megszerzéséhez, szemben a saját fejlesztés időigényességével. Kockázata, hogy az integráció során a tudásmegosztást gátló problémák merülhetnek fel, esetleg nem, vagy nem úgy létezik a megszerezni kívánt erőforrás, ahogy az a tervekben szerepelt. Különösen igaz ez a tudásalapú, „láthatatlan” erőforrások esetében, amelyek sok esetben az érték jelentős forrásai (Hall, 1993).

Az erőforrások a zöldmezős beruházások és a vállalatfelvásárlások közötti választásban több szempontból is jelentősek (Meyer és Estrin, 2001):

- Befolyásolják a választott stratégiai lépés tranzakciós költségeit.
- Hatással vannak a lépést követő integrációs, illetve adaptációs költségekre.

Ebből következik, hogy *mind a felvásárló, mind a felvásárolt vállalat erőforrásai a költségek befolyásolása révén hatással vannak a fúziók utáni szinergiák realizálására*. A következő fejezetben arról lesz szó, hogyan lehetséges a szinergiák mérése, az erőforrások kombinációja során előálló hasznok és költségek számszerűsítése.

1.3.3. Direkt mérés versus proxy változók

A szinergiák direkt mérése nem lehetséges vagy csak nagy nehézségek árán, mivel a meg nem fogható, tudásalapú képességek transzferéből fakadó előnyöket nem lehet számszerűsíteni (Nonaka, 1994). Ezért indirekt mutatókra van szükség, amelyek közül a két összeolvadó cég közötti kapcsolódás szorossága a legszélesebb körben használt jelzőszám (Robins és Wiersema, 1995). A diverzifikáció fokával és irányával kapcsolatos kutatások során mindig is kulcskérdés volt a diverzifikáció szorosságának, kapcsolódásának mérése, ezért ezekből a kutatásokból indultam ki a szinergia mértékének meghatározásakor.

A kezdetekben különböző kategóriákkal vagy indexekkel mérték a kutatók két üzletág közötti rokonság szorosságát, mint például a Rumelt-féle (1974) kategóriák, vagy az üzletágak iparági besorolására használatos SIC-kódok. Az erőforrás-alapú megközelítés segítségével a cég üzletágainak kapcsolódására új mérőeszközt dolgozhatunk ki. Robins és Wiersema (1995) olyan indirekt indikátort javasolnak, ami a cég stratégiai erőforrásain alapulva (pl.: vezetői és technológiai tudás) azt mutatja, hogy mekkora a hasonlóság a meglévő és az új iparág között. Markides és Williamson (1994, 1996) is a stratégiai szempontból jelentős erőforrások alapján különítették el a kapcsolódó és nem kapcsolódó üzletágakat a diverzifikált vállalatoknál. Induljunk ki a kapcsolódás mértékéből!

Markides és Williamson (1996) kritizálja a kategória és entrópia indexeket, mivel azok a vállalatok által felhasznált közös inputokból vonnak le következtetéseket, holott a közös input még nem garancia a teljesítmény növekedésére. Az igazi értékteremtés a stratégiai kapcsolódásból származik, vagyis értelmezésük szerint a tartós versenyelőnyt biztosító, nem másolható, nem helyettesíthető erőforrások megosztásából. Ez az erőforrás-alapú értelmezés lényege, amint azt a korábbiakban láttuk Barney (1991) és Amit és Schoemaker (1993) munkáiban. Tovább lépve, Markides és Williamson (1996) szerint a szervezeti struktúra is szerepet játszik a szinergiák kiaknázásában, mivel befolyásolja a divíziók közötti stratégiai erőforrások megosztását és az alapvető képességek transzferét.

Indirekt módon tehát *a stratégiai kapcsolódás mértékéből lehet következtetni a várható szinergia realizálásra*. Ezért a stratégiai kapcsolódás mértékének meghatározására kialakított mérőszámokat a szinergiák jelzésére is alkalmazhatjuk (Davis és Thomas, 1993). Konkrétan az alábbi mérőszámokat javasolja Markides és Williamson (1996) két vállalat között stratégiai kapcsolódás megállapítására:

- *Hirdetési költségek.* A márkaépítés szerepének fontosságát méri, az összes eladások százalékában, termékvonalanként csoportosítva.
- *A vásárlás gyakorisága.* Ha a termékből évente maximum egyet vásárolnak a fogyasztók. Ez a tartós fogyasztási cikk kategóriába tartozó, és ezáltal drágább, magasabb minőségű termékek esetében igaz.

-
- *Csatorna függés.* A termékek hány százaléka kerül egy vagy több közvetítőn keresztül a végfelhasználókhoz, szemben a gyártó közvetlenül a vevőnek történő értékesítésével.
 - *Push marketing.* Azon termékek száma, amelyeknél a marketing erőfeszítések a kereskedőkre és nem a végfelhasználókra irányulnak.
 - *Iparági képzettségi szint.* Az iparág milyen arányban foglalkoztat magasan képzett munkaerőt az összes foglalkoztatotthoz viszonyítva.

A fenti lista korántsem teljeskörű, de segít meghatározni a stratégiai függést azáltal, hogy hasonló stratégiai szempontokat vizsgál. Ezen dimenziók mentén összehasonlítva két vállalatot valóban következtethetünk bizonyos stratégiai képességek jelentőségére, ha a mérőszámok hasonlóak a két cég esetében, akkor stratégiai értelemben kapcsolódó vállalatokról beszélhetünk. A módszer előnye, hogy az adatok könnyen képezhetők, hátránya viszont, hogy a szervezeti működés egyes területeit képes csak megragadni, de szinergiahatások máshol is jelentkezhetnek.

Erőforrás-alapú mérési módszert dolgozott ki Robins és Wiersema (1995) a vállalatok közötti kapcsolódás mérésére. Állításuk szerint az értékes, nehezen másolható stratégiai eszközöket, melyek megértése korlátokba ütközik közvetlen módon nem, vagy csak nagy nehézségek árán lehet mérni. Ezért indirekt indikátorokat dolgoztak ki a technológiai és vezetési jellegű, meg nem fogható (tacit) erőforrásokon alapuló diverzifikáció szorosságának mérésére. A folyamatot két lépésre osztották:

1. *Az iparágak közötti hasonlóság felmérése.* Az iparágak közötti technológia transzfer jellemzőit vizsgálták, melyre jelzőszámként a szabadalmak bejegyzése és a K+F kiadások nagysága és iránya szolgált.
2. *A portfólió kölcsönhatások vállalati szintű mérése.* Az üzletág forgalmának százalékos formában, iparági kategóriánként történő összevetése a közöttük lévő korrelációval súlyozva adja két üzletág közötti kapcsolat szorosságát. A páros összevetések aggregálása eredményezi a portfólió-szintű kölcsönhatások mutatóját.

Farjoun (1994) munkája jelent továbblépést a módszerek fejlődésében. Farjoun bírálja a korábbi kutatások egyoldalúságát, amennyiben a kapcsolódás mérésére csak megfogható, jól számszerűsíthető tényezőket használnak fel. Szerinte az emberi

szakértelem és tudás számos hozzáadott értéket biztosít a szervezetekben, lehetővé teszi a megszerzett erőforrások jobb kiaknázását, ezért figyelembe kell venni az iparágak közötti kapcsolatok szorosságánál is.

A kapcsolódásra épülő mérési módszerek kritikájaként Davis és Thomas (1993) megfogalmazta, hogy a stratégiai kapcsolódás mértéke csak „tökéletesen helyettesítője” az elért szinergiáknak, mivel a szinergia forrásai és ezáltal mértéke időben változik (pl. az iparági életciklus más-más fázisaiban és az értéklánc különböző pontjain). Módszertani hiányosságot tükröz, hogy megoldatlan az erőforrások értékének mérése. Ez több tényezőtől fakad: egyrészt, az erőforrások értéke szituáció-függő, másrészt, az erőforrások értéke időben nem állandó, harmadrészt, a vállalatok komplex rendszerek, az erőforrások értéke izoláltan nehezen mérhető (Montgomery, 1995). Ide tartozó probléma még az is, hogy nem tudjuk az egyes erőforrások „kopási” vagy elavulási idejét meghatározni (Collis, 1994). Kevés longitudinális elemzéssel találkozhatunk az empirikus kutatások során (Porter, 1991), így nemigen vizsgálhatók az erőforrások ki- és továbbfejlesztésével kapcsolatos problémák. Ilyen ellentmondás például, hogy miként lehetséges a nem másolható, utánozhatatlan erőforrások *szándékos* fejlesztése (Wernerfelt, 1995).

1.3.4. A disz-szinergia forrásai és mérése

A disz-szinergiát a szinergia ellenpólusaként értelmezem, vagyis olyan értékromboló hatásnak tekintem, amely megakadályozza az értékteremtést, vagy az elérhető értéket csökkenti. Ha a legegyszerűbb szinergiahatásokban, a bevételnövekedésben és a költségcsökkentésben gondolkodunk, akkor a disz-szinergia következményeként a bevételek csökkenését és a költségek növekedését prognosztizálhatjuk. Ebben a fejezetben már esett szó a diverzifikációs lépés tranzakciós és integrációs költségeiről, most ezeket a tényezőket veszem számításba a disz-szinergiák forrásainak bemutatásán keresztül. A disz-szinergiák megjelenésének okait kutatva a szinergiák forrásaiból indultam ki, végeredményben az erőforrásokhoz kapcsolva az elemzést.

1. Egyedi erőforrások birtoklásából fakadó disz-szinergia

Jellegét tekintve a monopolisztikus járadékot biztosító erőforrások vizsgálata tartozik ebbe a csoportba, valamint ide soroltam a megnövekedett vállalati méretből fakadó

piaci erőt is. Az egyedi erőforrások révén előálló szinergiák értékét az csökkentheti, ha a külső környezetben bekövetkező változások miatt az erőforrás már nem tud monopolisztikus járadékot hozni. Ilyen változás lehet például új technológia megjelenése következtében a verseny sikertényezőinek megváltozása, vagy a versenytársak pozícióinak erősödése (Markides, 1997). Mivel itt egyszeri szinergiahatásokról van szó, ezért a disz-szinergia esetében ennek az egyszeri hatásnak a megszűnéséről beszélhetünk, ami szintén egy egyszeri esemény következménye. Mérése ezért csak akkor lehetséges, ha már számszerűsítettük az eredeti (és most megszűnt) szinergiahatást: a disz-szinergia ebben az esetben ellenkező előjellel ugyan, de ezzel a szinergiával megegyező mértékű.

2. **Osztthatatlan** erőforrások révén előálló disz-szinergia

A méretgazdaságosság és a választékgazdaságosság ellenpólusaként, illetve gyakran kísérelésekként fellép a méretgazdaságtalanság és a választékgazdaságtalanság (Panzar és Willig, 1981), amiket disz-szinergikus hatásoknak tekinthetünk, mivel csökkentik a szinergiák mértékét. Számszerűsítésük az általuk okozott költségnövelő hatás kiszámítása segítségével lehetséges. Ilyen többletköltségek jelentkeznek az adminisztrációs terhek növekedése és egyéb koordinációs költségek miatt (Besanko, Dranove és Shanley, 1996).

3. **Komplementer** erőforrások révén előálló disz-szinergia

A komplementer erőforrások kombinációja révén előálló szinergiahatások mértéke is csökkenhet nemkívánatos mellékhatások következtében. Ilyenek például a több funkcionális képességre építő együttműködések során fellépő kulturális konfliktusok az egyes szakmakultúrák között (Bakacsi, 1996; Bokor, 2000), melyek hátráltatják az együttműködést. Sok esetben az együttműködési hajlandóság hiánya okozza a szinergia potenciál nehéz realizálását (Haspeslagh és Jemison, 1991). Ide tartozó disz-szinergiák még a potenciál kiaknázásához szükséges képességek hiánya következtében fellépő problémák (Johnson és Scholes, 2002). Meg nem fogható jellegüket tekintve ezeket a hatásokat egyrészt nehéz előrejelezni, másrészt számszerűsíteni. Direkt becslésük a pótlólagos beruházások nagyságával végezhető el (pl.: munkatársak képzésének költségei), vagy output oldalról közelítve (pl.: értékesítési adatok változása). A legtöbb esetben azonban nem tudunk egy-egyértelmű hozzárendelést találni a költségelemek és

a disz-szinergiák között, illetve vannak olyan disz-szinergiák, amelyeket még hozzávetőlegesen sem lehet megbecsülni.

1.3.5. A dolgozatban használt mérési módszerek

A szinergia operacionalizálása kapcsán többféle bizonytalansági tényezővel kell szembenézni, ezért nem tudunk kizárólag pénzügyi mérési technikákra alapozni. A pénzügyi mutatók jelentik ugyan a kiindulási pontot az értékelésben, de ki kell őket egészíteni kvalitatív és stratégiai szempontokat figyelembe vevő megállapításokkal.

Az empirikus kutatás során egyaránt alkalmazhatunk vállalati teljesítmény-mutatókhoz, valamint (amennyiben ismert) a vételárhoz és a részvényárfolyamokhoz kötődő elemzéseket, amelyeket kiegészíthetünk proxy változókkal. A proxy változókat a stratégiai kapcsolódás szorosságának mérésére használhatjuk fel.

Az eddigiek alapján összefoglalva a következő indikátorokat használhatjuk a két fuzionáló cég közötti szinergiahatások becsléséhez (Markides és Williamson, 1996; Robins és Wiersema, 1995; Montgomery és Wernerfelt, 1988):

- Az *iparágak* hasonlósága (növekedési ütem, technológia intenzitás, verseny intenzitása)
- Az iparágak kapcsolódása (vertikalitás foka, beszállítói kapcsolatok)
- A *piacok* hasonlósága (marketing módszerek alkalmazhatósága)
- A piacok kapcsolódása (földrajzi értelemben, és a vevőkör tekintetében)
- A versenyelőnyt biztosító *erőforrások* típusa (hasonlóság, rugalmasság)

A kvantitatív típusú pénzügyi és stratégiai kapcsolódásra vonatkozó mérőszámok mellett kvalitatív megállapításokkal fogom árnyalni a szinergiák mértékéről kapott képet. A kvalitatív szempontok – mint például a szervezeti kultúra, a szervezeti tanulás, emberi kapcsolatok – vizsgálatát azért tartom fontosnak, mert a mutatószámok alapján jelzett szinergiahatások mértékét a nem számszerűsíthető tényezők befolyásolhatják, vagy éppen disz-szinergiákat okozhatnak.

2. Szinergia felvásárlások és összeolvadások során

A szinergia fogalom fejlődésének, a szinergiák típusainak, forrásainak és mérési lehetőségeinek erőforrás-alapú áttekintésében már említésre kerültek a felvásárlások révén keletkező szinergiák. Ebben a fejezetben – szintén erőforrás-alapú nézőpontból vizsgálódva – a felvásárlások révén előálló szinergiák lesznek a középpontban. A felvásárlások tipizálása után először a felvásárlások magyarázó elméleteit mutatom be, kiemelve az elméletek kapcsolódási pontjait a szinergiák típusaival. Az elméleti háttérrel a gyakorlatban előforduló motivációs tényezők követik, melyek részletes kifejtésével arra a kérdésre keresek választ, hogy valóban a szinergiák utáni törekvés-e a legmeghatározóbb indítéka a vállalatfelvásárlási tevékenységnek. A fejezet hátralévő részében ezután már a vállalatfelvásárlások folyamatára koncentrálok, a vállalatfelvásárlások iskolái közül a folyamatszémleletű irányzatnak megfelelően. A felvásárlásokat vezetési folyamatnak tekintve a szinergiamenedzsment során végzendő tevékenységek azonosítása zárja a gondolatmenetet.

2.1. A szinergia a felvásárlások magyarázó elméleteiben

Ebben a fejezetben a vállalatfelvásárlások és összeolvadások elméleti irányvonalaira koncentrálok, és az elméletek bemutatása során kiemelten a szinergiák adott elméletben betöltött szerepéről írok. Ez a rész arra a kérdésre keresi a választ, hogy miért vannak felvásárlások és összeolvadások egyáltalán, míg a 2.1.3. fejezet azt mutatja meg, hogy ha felvásárlás történik, akkor azt milyen tényezők motiválták a gyakorlatban. Úgy tűnhet, hogy ez a két kérdés ugyanaz, de a szinergiák szemszögéből vizsgálva láthatjuk, hogy mégsem, mert az eltérő kérdésfeltevési mód új tényezőkre hívja fel a figyelmet. Míg az elméleti irányzatok egy-egy jelenségre adott magyarázatként értelmezhetők, addig a vállalati gyakorlatban tetten érhető motivációs tényezők vizsgálata több elméleti irányzat összekapcsolása révén jóval árnyaltabb képet ad a vállalatok fúziós tevékenységének kiváltó okairól.

2.1.1. A felvásárlások típusai és a szinergia

A szinergiatípusok bemutatásakor már láthattuk, hogy különböző típusú szinergiák dominálnak a felvásárlások különböző típusainál (lásd: Chatterjee, 1986). Most a

felvásárlások tipizálását áttekintve azt fogom megnézni, hogy az erőforrások transzferét is bekapcsolva az értelmezésbe, milyen következtetéseket vonhatunk le a szinergiák típusát illetően, vagyis fennáll-e valamilyen egyértelmű hozzárendelés a szinergiatípusok és a felvásárlások típusai között. Először nézzük az egyes felvásárlási típusok definícióját!

A vállalatfelvásárlásokat és -összeolvadásokat általánosan három típusba sorolhatjuk (Weston - Chung - Hoag, 1990):

1. *Horizontális* fúzió: két olyan cég egyesül, amelyek versenytársai egymásnak, megegyező tevékenységet folytatnak, azonos iparágban működnek; például két bank (szolgáltató szféra), vagy két sörgyár (termelő szféra) egyesül.
2. *Vertikális* fúzió: két különböző iparágban működő cég egyesülése úgy, hogy a két cég között vevő-szállító kapcsolat van, vagy lehetne. Előre irányuló vertikális integrációnak nevezzük azt az esetet, amikor a felvásárló cég a termelési vertikumban őt követővel (azaz vevőjével) fuzionál, például egy textilgyár és egy ruhagyártó cég. Hátrafelé irányuló vertikális integrációról beszélünk abban az esetben, amikor a felvásárló cég szállítójával fuzionál, például a textilgyár és a fonalgyártó cég egyesül.
3. *Konglomerát* típusú fúzió: két vagy több teljesen különböző területen tevékenykedő vállalat megvásárlása.

Az első két típus ún. *kapcsolódó* módon diverzifikált vállalatokat eredményez, míg a konglomerátumok *nem kapcsolódó* diverzifikáció révén alakulnak ki. E két csoport elkülönítése azért lényeges, mert a szinergiahatások empirikus vizsgálatai ezen a klasszifikáción alapszanak (Seth, 1990; Barney, 1988).

A háromféle felvásárlás típus közül a horizontális igényli a legszorosabb együttműködést, a konglomerát típus pedig a legkevésbé szoros kapcsolatot az anyacég és a célvállalat között. Ebből következően az erőforrás transzfer intenzitása és jellege is eltérő: a horizontális fúzió esetében a legszélesebb körű, a vertikális típusnál az értékteremtési folyamat kapcsolódási pontjai mentén intenzív, míg a konglomerát esetében rövidtávon inkább a pénzügyi erőforrások és vezetési képességek transzfere a

leggyakoribb. Az alábbi táblázatban összefoglaltam a dolgozatban definiált szinergia források és a felvásárlások típusai közötti lehetséges összefüggéseket.

4. táblázat: A szinergia forrásai és a felvásárlás típusa

Szinergia alapja / Felv. típusa	Horizontális	Vertikális	Konglomerát
Egyedi erőforrás	ü	û	û
Oszthatatlan erőforrás			
- megfogható	ü	ü	û
- nem megfogható	ü	ü	ü
Komplementer erőforrás	ü	ü	ü

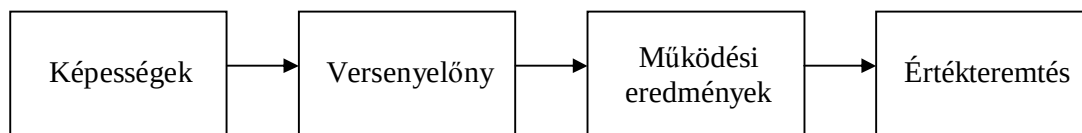
Az egyedi erőforrások a monopolisztikus előnyt biztosító erőforrások, vagy a méretnövekedés, ami a horizontális fúzóknak révén keletkezik, és a másik két esetben az eltérő iparági szegmens miatt nem biztosít alkupozíció javulást. Az oszthatatlan erőforrások közül a nem megfogható erőforrások a vezetési képességekben, tudásmegosztásban rejlő előnyök kihasználását jelentik, ezek mindhárom típusnál megjelennek, de a megfogható erőforrások (pl.: speciális gépek, berendezések) esetében a szabad kapacitások megosztására a konglomerát típusnál nincs mód, mert nem ugyanaz a felvásárló és felvásárolt cég fő tevékenységi köre. A legteljesebb körben a komplementaritást lehet kiaknázni a felvásárlások során, bizonyos funkciókhoz kötődő képességek, szaktudás transzfere egyaránt megjelenhet a kapcsolódó és a nem kapcsolódó esetekben is.

A következőkben azt fogom megvizsgálni, hogy az értékteremtés hogyan zajlik a felvásárlásokat magyarázó elméletek szerint, és milyen típusú szinergiákat azonosíthatunk az egyes elméletek felhasználásával.

2.1.2. Értékteremtés felvásárlások révén: elméleti megközelítések

Az értékteremtési folyamat a képességekre alapozó stratégiai megközelítés szerint a következőképpen zajlik (Haspeslagh és Jemison, 1991, 23. old.):

3. ábra: A képességekre alapozott értékteremtési folyamat



Forrás: Haspeslagh és Jemison, 1991, 23. old.

Az ábra logikája összhangban van a dolgozatban már megismert összefüggéssel, mely szerint a különleges (alapvető) képességek jelentik a vállalatok versenyelőnyének alapját (Pralahad és Hamel, 1990; Peters, 1984). A versenyelőny hatására a vállalat jövedelmezősége, működési eredményei javulnak, ami végeredményben új érték megjelenését vonja maga után. A működési eredmények tehát az értékteremtés mérőszámai is egyben. Erre alapozva a továbbiakban azokat a felvásárlásokat tekintem értékteremtő, vagy sikeres felvásárlásoknak, melyek eredményeképpen javulnak az egyesült cég teljesítménymutatói a felvásárlást megelőző állapothoz képest.

2.1.2.1. Hatékonysági elméletek

A legszorosabb kapcsolatban a szinergiákkal és a stratégiai nézőponttal a hatékonysági elméletek állnak. Az elméletek áttekintése során látni fogjuk, hogy a szinergiák számos típusa felbukkan az egyes megközelítésekben, ezért a hatékonysági elméleteket az általuk kezelhető – döntően funkcionális – szinergiatípusok mentén mutatom be.

A vezetési szinergia három elméleti irányzat alapját is képezi. Az *eltérő vezetési hatékonyság elmélet* szerint léteznek olyan vállalatok, amelyek átlagon aluli hatékonysággal működnek. Ha egy ilyen céget felvásárol egy olyan vállalat, ahol a vezetők hatékonyak és vezetői kapacitásukat nem használták még ki teljesen, akkor az új vezetés feljavítva a hatékonytalan vállalatot értéket tud realizálni (Weston, Chung és Hoag, 1990). A kihasználatlan vezetői képességek tehát jó alapjai a vállalat növekedésének, ahogy azt már Penrose (1959) is felismerte. A felvásárlások iránya ezen elmélet alapján horizontális, hiszen ugyanabban vagy nagyon hasonló (illetve hasonló „domináns logikával kezelhető”) iparágban tevékenykedő vállalatok esetében a legkönnyebb a specifikus vezetési ismeretek kiaknázása (Grant, 1988).

A *hatékonytalan vezetés elmélet* annyiban tér el az eltérő vezetési hatékonyság elmélettől, hogy a rossz vezetése miatt alulteljesítő céget a kapcsolódási foktól függetlenül, bármelyik másik, jobb vezetéssel rendelkező vállalat veszi meg, értéket tud realizálni (Weston, Chung és Hoag, 1990).

Az *alulértékelttség elmélet* szerint a vezetés nem működteti értékmaximalizáló módon a vállalatot, amit a tőzsde árfolyamcsökkenéssel „honorál” (Brealey és Myers, 1998). A vállalat eszközeit így felvásárlás révén olcsóbban meg lehet szerezni, mint a piacról pótolva. Aki ezt a lehetőséget észreveszi, értékteremtő felvásárlást hajthat végre.

A *működési szinergiákat* a megegyező elnevezésű, *működési szinergia elmélet* mutatja be, mint a felvásárlások okozóját. Az elmélet szerint a méretgazdaságossági előnyök kihasználása jelenti mind horizontális, mind vertikális, és konglomerát típusú felvásárlások esetén az érték forrását (Gaughan, 1996). Meglehetősen szűken értelmezve a működési szinergiákat az elmélet nem foglalkozik a választékgazdaságossági előnyökkel.

A *vezetési és működési szinergiákat* egyszerre veszi figyelembe a *stratégiai igazodás elmélet*, amelynek lényege, hogy a megváltozott környezeti feltételekre reagálva a vállalat új erőforrásokat akar szerezni (Weston, Chung és Hoag, 1990).

A *pénzügyi szinergiákat* vizsgáló *pénzügyi szinergia elmélet* a konglomerát felvásárlások időszakának terméke, amikor sem a vezetési, sem a működési szinergiákra építő elméleteket nem találták megfelelő magyarázó erejűnek a nem kapcsolódó diverzifikáció elemzésekor (Gaughan, 1996).

A Chatterjee-féle (1986) tipizálásban a *kolluzív szinergiák*, azaz a piaci erő megnövekedéséből fakadó előnyök is szerepelnek a működési és pénzügyi szinergiák mellett. Ez a típus magyarázhatja a *tiszta diverzifikáció elméletét*, melynek lényege, hogy a nagyobb vállalati méret kevésbé sebezhetővé teszi a céget, ezért megéri diverzifikálni. Ez jó az alkalmazottaknak és vezetőknek egyaránt, mivel a cégben speciális, máshol nem hasznosítható ismeretekre tettek szert, és a nagyobb cég nagyobb stabilitást, fizetést és munkahelyi biztonságot tud nyújtani, s méretével hírneve és hitelfelvevő képessége is megnő (Weston, Chung és Hoag, 1990).

A hatékonysági elméleteket áttekintve láthattuk, hogy a felvásárlások okait egy-egy szinergiátípusra koncentrálva tudják értelmezni, más tényezőket nem vizsgálnak. Előnyük, hogy segítségükkel eltérő fúziótípusokat is lehet elemezni, hátrányuk viszont, hogy a hatékonyság fogalmát leszűkítve értelmezik.

2.1.2.2. Tőkepiaci elméletek

A tőkepiaci elméletek közé azok a törekvések tartoznak, melyek pénzügyi jelzőszámok (dominánsan a részvényárfolyamok változása) alapján értékelik a fúziókat. Érvelésük lényege, hogy azért vannak felvásárlások, mert értéket teremtenek a részvényesek számára. Ebből következően eszközrendszerük is a részvényesi értékteremtés vizsgálatára irányul.

Az *információ* hipotézis szerint már a felvásárlási ajánlat önmagában is generál értéket, mivel azt jelzi a piac számára, hogy a célvállalat kiaknázatlan értékteremtő képességgel rendelkezik (Bradley, Desai és Kim, 1983). Az elmélet szerint azért kell prémiumot fizetnie a felvásárlónak, hogy megszerezze a célvállalat erőforrásai feletti ellenőrzés jogát (Bradley, 1980). Ha az ügylet mással jön létre, akkor ennek az információnak a hatására a sikertelen ajánlattevő részvényeinek értéke csökken, mivel elvesztette azt a lehetőséget, hogy értékes erőforrásokra tegyen szert (Bradley, Desai és Kim, 1983).

Az információ elmélet szoros kapcsolatban áll az *alulértékeltség* hipotézissel, mivel az ajánlattétel jelzi, ha egy cég többet ér, mint amit azt a részvényeinek árfolyama sugall. Az empirikus vizsgálatok alapján Bradley, Desai és Kim (1983) azt találta, hogy az információ hipotézissel szemben a szinergiáknak van valódi jelentősége, mert az ajánlattétel nem kizárólag az alulértékeltség következménye.

A *szabad cash-flow* hipotézis szerint egyes vállalatok azért válnak felvásárlási célponttá, mivel kihasználatlan pénzforrásokkal rendelkeznek, amelyeket a felvásárlás megvalósulása esetén produktívan lehetne hasznosítani. A szabad cash-flow tehát nem más, mint az a többlet pénzösszeg, amit a vállalat adott tőkeköltség mellett már nem tud pozitív nettó jelenértékű projektekbe fektetni (Jensen, 1986). A felvásárlás azért teremt értéket, mert a rendelkezésre álló szabad pénzösszeget a felvásárló pozitív nettó jelenértékű befektetésekre tudja felhasználni. Tipikus célpontjai a szabad cash-flow által motivált felvásárlásoknak nagy jövedelemtermelő képességgel rendelkező, de

alacsony növekedési kilátásokkal rendelkező vállalatok. Ezzel összefüggésben fontos még megemlíteni az *adózás* hatását a felvásárlások esetében, mert ez a fizetési módokat, az eladósodottsági szintet befolyásolja (Jensen, 1988).

A tőkepiaci, pénzügyi mérőszámokat előtérbe helyező elméletek előnye, hogy a tulajdonosi értékteremtést részletesen vizsgálják és makroszintű hatásokat is elemeznek, szemben a vállalati, mikroszintű elemzéseket folytató hatékonysági elméletekkel. Hátrányuk is ugyanebben rejlik, azaz nem képesek feltárni a szinergiák valódi okozóit, csak a következményeket tudják elemezni.

2.1.2.3. Ügynökprobléma és menedzserializmus

Már a vezetési hatékonysággal és a tőkepiaci hatásokkal foglalkozó elméleteknél is felmerült a vállalatirányítási jogok piacának (market for corporate control) kérdésköre, ami az ügynökelméleti vizsgálódások terepét képezi. A *vállalatirányítás* definíciója szerint nem más, mint a vállalati erőforrások vezetését befolyásoló jog, beleértve a felső vezetés felvételének, elbocsátásának, kompenzációjának meghatározását (Jensen és Ruback, 1983, 5. old.). A vállalatirányítási jogok piacának működési alapfeltevése, hogy szoros összefüggés van a vezetői hatékonyság és a részvényárfolyamok között (Manne, 1965). Ez a piac biztosítja a részvényesek számára a hatalmat és a védelmet is egyben: ha a vállalat vezetése nem hatékony, akkor a részvényárfolyamok csökkennek, a vállalat felvásárlási célponttá válik. A felvásárlás következtében a régi vállalatvezetést új váltja fel, akik hatékonyabb vezetéssel megakadályozzák a részvényesi értékrombolást. Ezen a piacon tehát vezetők versenyeznek a vállalati erőforrások irányítási jogaiért, és a szinergiahatásokat azáltal érhetjük el, hogy az erőforrásokat az új vezetés kombinálja és átrendezi (Jensen és Ruback, 1983).

A megbízó-ügynök probléma fő kérdése az, hogyan érhetik el a tulajdonosok mint megbízók azt, hogy a vállalatvezetők mint ügynök olyan döntéseket hozzanak, ami a tulajdonosi értéket és nem az ügynökök jólétét maximalizálja (Fama, 1980; Fama és Jensen, 1983a, 1983b). A megbízó-ügynök probléma a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatban kétféleképpen értelmezhető, egyrészt tekinthetjük a megbízó-ügynök probléma megoldásának, másrészt a megbízó-ügynök probléma megjelenési formájának (Weston, Chung és Hoag, 1990).

A vállalatfelvásárlások azért jelenthetik az ügynökprobléma megoldását, mert eredményes ellenőrzési mechanizmust biztosítanak, hiszen hatékonyságra ösztönzik a vezetőket, mivel azok abban érdekeltek nehogy a részvényárfolyamok csökkenni kezdjenek és felvásárlási célponttá váljon a vállalat. Ezt a hatást tovább fokozza, ha a vállalatvezetők egyben részvénytulajdonosok is (Jensen és Warner, 1988). A vezetői részvénytulajdonlás egyben orvosság arra problémára is, miszerint a vállalatvezetők hajlamosak a vállalat erőforrásait sajátjukként kezelni, megnövelve ezáltal az ellenőrzési költségeket. Ha a tulajdonosi szerkezet megváltoztatásával az ügynökköltségek csökkenthetők, akkor megéri felvásárlásba kezdeni (Jensen és Meckling, 1976).

Az ügynökprobléma manifesztálódásaként értelmezve a vállalatfelvásárlásokat azt kell kiemelni, hogy a vállalatvezetők önérdékkövetők, és azért kezdenek felvásárlásokba, hogy csökkentsék az elbocsátásuk kockázatát. Jensen (1984) szerint a vállalatvezetők cégismerete, szaktudása könnyen elértéktelenedhet, ha a vezetőket egy felvásárlás következtében elbocsátják munkahelyükről. Ezt a kockázatot az mérsékli, ha a cég jól működik, növekszik, hiszen ezáltal a vezetők fizetése, presztízse is nő. A vezetők ezért gyakran nem kapcsolódó vállalatfelvásárlásokba kezdenek, hogy növeljék a bevételeket (Amihud és Lev, 1981). A legújabb kutatások szerint azonban ez a hipotézis a gyakorlatban nem teljesül, mert a vállalatvezetők stratégiai döntéseit nem befolyásolja lényegesen az, ahogyan a megbízóik ellenőrzik őket (Lane, Cannella, és Lubatkin, 1998).

A vezetői viselkedéssel kapcsolatos a *hubris* (önhittségi) hipotézis, ami azt feltételezi, hogy azért vannak felvásárlások, mert a vezetők hibáznak a célvállalat értékelésekor, de ezt nem hajlandók beismerni, és bízva számításaik helyességében végrehajtják a felvásárlást (Roll, 1986).

A felvásárlások ügynökelméleti magyarázatai arra hívják fel a figyelmet, hogy a vállalatvezetők önérdékkövető magatartása, elbocsátástól való félelme eredményezheti a vállalatok méretének növelésére irányuló törekvéseket (Firth, 1980). A szinergiák és a

hatásukra megemelkedő részvényárfolyamok miatt azonban ez az önérdékkövető magatartás nem károsítja a tulajdonosokat (Jensen, 1984)⁸.

2.1.3. Motivációs tényezők

Az elméleti áttekintés után most azt összegzem, hogy a gyakorlati kutatási eredmények szerint mi motiválja a felvásárlásokat. A motivációs tényezőket csoportosítva mutatom be (5. táblázat), több kutatás eredményeit összefoglalva (a hivatkozások az adott motiváló tényező mellett találhatók).

5. táblázat: A felvásárlásokat motiváló tényezők

Külső környezetből származó motiváló tényezők	
<i>Antitröszt szabályozás</i>	Schleifer és Vishny, 1991
<i>Gazdasági okok</i> (valutaárfolyamok, tőkepiac, adózási szabályok)	Blum, 1995
<i>Iparági változások</i> • érett iparág (többletkapacitások) • iparági konszolidáció • iparági konvergencia	Bower, 2001 Blum, 1995 Bower, 2001
Belső, vállalati motiváló tényezők	
<i>Szinergia</i> • kiemelten: méret- és választékgazdaságosság • pénzügyi szinergia	Seth, Song és Pettit, 2000 Walter és Barney, 1990 Walter és Barney, 1990
<i>Stratégiai okok</i> • növekedés (piac- vagy termékfejlesztés, diverzifikáció) • elosztási csatornákhöz jutás, földrajzi terjeszkedés • koncentráció a „core business”-re	Bower, 2001; Walter és Barney, 1990 Blum, 1995; Bower, 2001 Blum, 1995
<i>Vezetői motivációk, menedzserializmus</i>	Seth, Song és Pettit, 2000; Sudarsanam, 1995; Bayer és Czákó, 1999

⁸ Az állítást a felvásárló cégek árfolyamának növekedése támasztja alá. Jensen (1984) kutatásai szerint ez a növekedés átlagosan 4%.

A külső környezetből fakadó motiváló tényezőket a vállalatok nem, vagy csak nehezen tudják befolyásolni, ezért ezeket adottságként kell tekinteni. Ebből következik, hogy a környezeti (szabályozási, gazdasági, vagy iparági) változásokkal magyarázhatjuk leginkább a fúziós hullámokat (lásd: Shleifer és Vishny, 1991). Egyedi eseteket vizsgálva viszont már a vállalaton belüli tényezők játszanak meghatározó szerepet. Itt a szinergiahatásokra való törekvés mellett a stratégiai és vezetői szándék a döntő.

Barátságos összeolvadások esetén játszik szerepet az, hogy a nemcsak a felvásárló, hanem az *eladó* céget motiváló tényezőket is megvizsgáljuk. Ezek a következők lehetnek (Szepesi, 1993, 16. old.):

- Alacsony vezetői hatékonyság
- Pénzügyi nehézségek (a vállalatnál és/vagy a tulajdonosnál is)
- Továbbéléshez szükséges erőforrások szerzése
- Stratégiai megfontolások
- Piaci változásokhoz való alkalmazkodás

Megfigyelhetjük a felvásárlók és eladók motivációi közötti hasonlóságot, ez jelzi azt, hogy a gyakorlatban nem különül el élesen a kétféle nézőpont.

Összefoglalva, a *szinergiák elérésére, a vállalat értékének növelésére való törekvés nem kizárólagos*, nem minden felvásárlást motivál elsődlegesen ez a tényező (Trautwein, 1990). Figyelembe kell venni más, kevésbé racionális elemeket is, valamint a külső környezetből származó hatásokat. Az sem állítható, hogy vannak tisztán egy-egy motivációs tényezőre visszavezethető felvásárlások, hiszen egyszerre több tényező hatását kell szemlélnünk, igaz, ezek nem egyenlő súllyal bírnak (Walter és Barney, 1990; Seth, Song és Pettit, 2000; Bower, 2001).

2.1.4. A felvásárlások vizsgálatának iskolái

A felvásárlások motiváló tényezőinek feltárása után a felvásárlások folyamatának elemzése következik. Ennek a fejezetnek a célja, hogy előkészítse a részletes folyamat áttekintést, és lehatárolja, hogy mely elméleti irányzat eszközrendszere fogja a legnagyobb szerepet játszani az elemzésben.

A felvásárlásoknak és összeolvadásoknak többféle megközelítése létezik (tőkepiaci, szervezeti magatartás és stratégiai iskola) a szakirodalomban, ezeket Jemison és Haspeslagh (1991) munkája nyomán jellemzem, majd kifejtem a szerzőpáros által javasolt, még nem iskolává forrott folyamat-megközelítés lényegét. A folyamat-megközelítést fogom használni a dolgozat további fejezeteiben, aminek az oka az, hogy bár a felismert szinergialehetőségek realizálása a legutolsó, integrációs fázisban történik, látni fogjuk, hogy a felvásárlás *egész* folyamata hatást gyakorol a szinergia realizálás mértékére (Jemison és Sitkin, 1986a, 1986b).

A **tőkepiaci iskola** szempontja elsődlegesen pénzügyi irányultságú, azt vizsgálják, hogy kinek és mennyi értéket teremt a felvásárlás, hogyan válasszunk ki megfelelő fúziós partnert, és mennyit fizessünk érte. Alapfeltevésük szerint a fúziókat finanszírozási döntésnek, tőkebefektetésnek kell tekinteni, amely akkor valósítandó meg, ha az egyesült cég jelenértéke nagyobb lesz, mint a két külön cégé összegezve (Brealey és Myers, 1998):

$$\text{Haszon} = \text{PV}(\text{AB}) - \{\text{PV}(\text{A}) + \text{PV}(\text{B})\}$$

Ha a fenti kifejezés pozitív számot eredményez, akkor a felvásárlás értéket teremt, van lehetőség szinergiák realizálására. A felvásárlás nettó jelenértéke azonban nemcsak a keletkező értéktől, hanem a célvállalatért fizetendő ártól is függ (Sirower, 1997).

$$\text{NPV} = \text{Szinergia} - \text{Prémium}$$

Az esetek egy részében azonban a felvásárló túlfizet, azaz a kifizetett ár az elérhető szinergiáknál több prémiumot tartalmaz (Eccles, Lanes, és Wilson, 1999). Módszertanilag – amint azt a felvásárlások elméleti megközelítéseinél láttuk – a tőkepiaci iskola képviselői a részvényárfolyamok változását vizsgálják a fúzió bejelentésének időszakában.

A tőkepiaci iskola ellenpontját azon csoport alkotja, akik az emberi tényezőt helyezik előtérbe. Vizsgálódásuk fókuszában a szervezeti kultúra, a vezetés, a két cég munkatársainak viszonya áll. A **szervezeti magatartás iskola** fő kérdése, hogy milyen hatást gyakorolnak a felvásárlások az egyénekre és szervezetekre, és hogyan teremthető meg a szervezeti vagy kulturális összhang. Meggyőződésük ugyanis, hogy a pénzügyi megfelelés nem elegendő a fúzió sikerességéhez, mert az össze nem illő vállalati

kultúrák megakadályozhatják a fúziótól várt szinergiák realizálását (Buono és Bowditch, 1989; Heidrich, 2002). Az iskolán belül a kulturális kompatibilitáson kívül egyes szerzők kiemelt fontosságot tulajdonítanak a felvásárlások hatására jelentkező személyes problémák (stressz, bizonytalanságérzet, feszültségek, konfliktusok) kezelésének, és erre különböző emberi erőforrás menedzsment technikákat és módszereket javasolnak (kommunikáció, megfelelően időzített döntések, tréningek) (Blake és Mouton, 1985; Cartwright és Cooper, 2000). Kutatási módszerként a kvalitatív eszközök dominálnak, és gyakori az esettanulmány módszer alkalmazása.

A **stratégiai iskola** a pénzügyi és az emberi oldalt figyelembe vevő irányzatok között értelmezhető. Kiindulópontja a stratégiaalkotás folyamata, és nem a felvásárlás gazdaságra gyakorolt hatását helyezi középpontba, mint a tőkepiaci iskola, hanem a felvásárlásnak az adott cégre gyakorolt hatását vizsgálja (Jemison és Haspeslagh, 1991). A stratégiai iskolának két kutatási irányvonala van, az egyik fő kérdése az, hogy milyen a felvásárolt vállalat kapcsolódásának mértéke, azaz milyen szoros az összefonódás a két cég tevékenysége között, mivel szerintük ez befolyásolja a *teljesítményt*. Az értékteremtés a várható cash-flow növekedéséből – és nem a pénzügyi diverzifikáció kockázatcsökkentő hatásából – származik, mind a kapcsolódó, mind a nem kapcsolódó felvásárlások esetében. Ez a szinergiahatások révén elért hatékonyságnövekedésre vezethető vissza, és végeredményben az egyesült cég részvényeseinél csapódik le árfolyamnyereség formájában. Seth (1990) vizsgálata alapján arra a következtetésre jutott, hogy kapcsolódó diverzifikációnál leginkább a működési szinergiák jelentkeznek, míg nem kapcsolódó diverzifikáció esetén az adómegetakarítási lehetőségek jelentik az új érték forrását.

A stratégiai iskola másik irányvonala a *felvásárlások tervezésével* foglalkozik, célja a stratégiai elemzések fejlesztése. Itt a fő kérdés az, hogyan keressünk és értékeljünk célvállalatot a stratégiai összhang érdekében. Ebből a szemszögből vizsgálva az egyik kulcs kihívásnak azt tekintik, hogy a stratégiák konzisztensek legyenek, ami azt jelenti, hogy a két cég stratégiai irányvonala összeegyeztethető, nem állnak éles ellentmondásban egymással (Jemison és Haspeslagh, 1991). Ez azért jelentős kérdés, mert egy vállalatfelvásárlás, illetve fúzió megerősítheti, de meg is változtathatja a vállalat stratégiai irányvonalát. Következésképpen a felvásárlás típusa fontos tényező a

sikerességben, számít a stratégiai kapcsolódás mértéke is, a tisztán pénzügyi alapokon történő értékelés nem kielégítő. Tervezői szemmel azt kell megvizsgálni, hogy felvásárlás esetén a célvállalatnak milyen jellemzői vannak. A racionális értékeléshez azonban teljes körű információszerzésre van szükség, ami ismereteink korlátozott volta miatt megvalósíthatatlan (Simon, 1997). Sok esetben feltételezésekkel kell élni a másik fél erőforrásairól, működéséről, teljesítőképességéről, csak ezután lehet elvégezni az előre megállapított stratégiai prioritások alapján történő rangsorolást, és meghozni az elvárásokat várhatóan legjobban kielégítő döntést. A tapasztalatok azonban azt mutatják, hogy az elemzések gyakran csak pénzügyi és termékkel kapcsolatos adatokon nyugszanak, holott ily módon van legnagyobb esélye a kudarcnak (Needham, 1994). A szinergiapotenciál feltárása tehát nem könnyű feladat, mivel a számszerűsíthető adatok objektivitása mellett nem, vagy csak nehezen operacionalizálható hatások is léteznek, amiket valahogyan bele kell foglalni a tervezési folyamatba.

A stratégiai iskola és eddig tárgyalt két elméleti társa, a tőkepiaci és szervezeti magatartás iskola közül a stratégiai megközelítés szemléli legátfogóbban a fúziók világát, viszont teljesítményszempontú irányzatának gyengesége, hogy a szinergiákat a kapcsolódásból biztosan következőnek tekinti, miközben figyelmen kívül hagyja az értékteremtés olyan gyakorlati akadályait, mint a személyek, szervezetek és kultúrák közötti súrlódásokat (Feldman és Spratt, 1999). A szinergiák kiaknázása olyan vezetői feladat, amely nem fejeződik be a stratégiaileg megfelelő partner kiválasztásával, hanem a felvásárlás többi szakaszában is figyelmet kap. Ezenkívül, ha a vezetők hajlamosak alábecsülni a szinergiák kiaknázásának költségeit, akkor növelik a célvállalat vonzerejét az értékelés során, ami újabb csapdát rejt magában (Collis és Montgomery, 1995). Hasonlóan veszélyt rejt magában a szinergiapotenciálok felfelé történő becslése, és a vezetési képességek túlértékelése (Campbell és Goold, 1998). Barney (1988) arra is rámutat, hogy a stratégiai iskola hipotézisét, mely szerint a stratégiaileg kapcsolódó felvásárlások növelik a felvásárló vállalat értékét, az empirikus vizsgálatok nem támasztották alá egyértelműen.

Tervezési szempontból gyakori kritika, hogy a stratégia tervezését elválasztják a megvalósítástól, holott azokat egységes folyamatként érdemes kezelni. Erre világít rá a **folyamat-megközelítés**, ami mintegy integrálja a stratégiai és szervezeti magatartás

iskolát, így próbálva meg orvosolni a stratégiai iskola hiányosságait. Ez az irányzat azt ismeri fel, hogy a stratégiai és szervezeti összhang mellett a felvásárlás folyamata – a felvásárlásról szóló döntés és a felvásárlást követő integrációs szakasz történései – is befolyásolja az eredményt, a tervezett, vagy potenciális szinergiák realizálását (Jemison és Sitkin, 1986a, 1986b). A dolgozatban a folyamat-megközelítést választom elemzési keretnek, mivel egyesíti magában a stratégiai és szervezeti magatartás iskola pozitívumait, és átfogó szemléletével lehetőséget nyújt a szinergia realizálási mechanizmusainak pontosabb feltárásához. Továbbá erősen kapcsolható hozzá a szinergia kettős értelmezése, mely szerint a szinergia egyszerre a felvásárlásokat motiváló tényező, valamint a folyamat eredménye is egyben. A folyamat-megközelítés segítségével több jelenség válik megragadhatóvá, mint például a képesség- és tudástranszfer, és a komplex szervezeti működési és stratégiai feladatok. *A felvásárlási folyamatot egyben vezetési folyamatnak is tekintem*, kiküszöbölve ezzel a stratégiai iskola egyik hiányosságát, és figyelembe véve azt, hogy a szinergiák realizálása vezetési feladat.

Az előbbieken láthattuk, hogy a vállalatfelvásárlásokkal és –összeolvadásokkal foglalkozó elméleti iskolák más-más kérdést helyeznek érdeklődésük középpontjába, eltérő módszertannal és célkitűzéssel dolgoznak, mégsem célszerű közöttük éles határvonalat húzni. Az iskolák termékenyítőleg hatnak egymásra mind a szemléletmódot, mind a módszertant tekintve, amint azt a folyamatszemléletű megközelítés megjelenése is mutatja. Összefoglalásképpen a 6. táblázatban a bemutatott elméleti iskolák jellemzése következik néhány szempont alapján (Haspeslagh és Jemison, 1991; Brealey és Myers, 1998; Buono és Bowditch, 1989 alapján).

6. táblázat: A felvásárlások vizsgálatának iskolái

Szempont	Tőkepiaci iskola	Szervezeti magatartás iskola	Stratégiai iskola	Folyamat-megközelítés
Kérdés-feltevés	Teremtenek-e értéket a felvásárlások? És ha igen, kinek? Hasznosak-e a felvásárlások a társadalom számára?	Milyen hatást gyakorol a felvásárlás az egyénekre, szervezetekre? Hogyan teremthető meg a kulturális összhang?	Milyen szoros a stratégiai kapcsolat a két cég között? Hogyan válasszuk ki a megfelelő célvállalatot?	Hogyan befolyásolja a felvásárlási döntés és az integrációs folyamat a felvásárlás végeredményét?
Módszertan	Részvény-árfolyamok vizsgálata a felvásárlások bejelentését követően	Emberi tényezők vizsgálata	Stratégiai elemzés lépésekre bontva	Esettanulmány módszer
Főbb megállapítás	A felvásárolt cég részvényesei nyernek, a felvásárló cég részvényesei általában nem. A felvásárlások hasznosak a gazdasági életben.	A nem kompatibilis kultúrák megakadályozhatják a szinergiák realizálását.	A kapcsolódó felvásárlások több értéket teremtenek, mint a nem kapcsolódó.	A felvásárlások folyamata hatással van a felvásárlás eredményességére, nemcsak a stratégiai és szervezeti megfelelés.
Kritika	Ellentmondó empirikus eredmények.	Elhanyagolja a többi (pénzügyi és stratégiai) szempontot.	A vezetés szerepét elhanyagolják. A szinergia nem következik egyértelműen a kapcsolódásból.	Korlátozott lehetőség kérdőíves felmérésre.

A folyamat-megközelítés jegyében a következőkben a felvásárlások folyamatát tekintem át abból a szempontból, hogyan befolyásolják az értékkeremtést a különböző folyamat-szakaszok.

2.2. A felvásárlások folyamata

A felvásárlások szakaszait legegyszerűbben a tervezési, tárgyalási és megvalósítási fázisokra lehetne bontani, azonban hangsúlyozandó a felvásárlások és a stratégia kapcsolatát egy árnyaltabb felosztást választottam. A stratégia kialakításától kezdve a tervezés és értékelésen keresztül az integrációig fogom áttekinteni a folyamatot, mindvégig szem előtt tartva, hogy az értékkeremtést, a szinergiák realizálásának esélyeit

az egész folyamat befolyásolja. A felvásárlások iskoláinak taglalásakor már rögzítettem, hogy a folyamat megközelítést fogom alkalmazni, ezért a fejezet nagyban támaszkodik Jemison és Haspeslagh (1991) munkájára, mely a folyamat irányzat első számú alpműve.

A felvásárlások többi elméleti iskoláiban ennél egyszerűbb vagy összetettebb szakaszolásokat is találunk, de a dolgozat céljainak a folyamatszemléletű tagolás felel meg leginkább. Teljesen más jellegű például a szervezeti magatartási kérdéseket előtérbe állító megközelítés, mely a kombinációs folyamatot az emberekre gyakorolt hatás és reakciók változásai alapján taglalja (lásd: Buono és Bowditch, 1989). A szervezeti kultúrák illeszkedőségére fókuszáló irányzat a házasság-metaphora segítségével bontja fel a felvásárlási folyamatot az udvarlástól a mézeshetekig (Cartwright és Cooper, 1992). A pénzügyi iskola képviselői szerint a tervezést és keresést követően a folyamat a pénzügyi értékeléssel ér véget (Rappaport, 1979), és az ár kalkulációjának van legfontosabb szerepe az értékelés során (Eccles, Lanes és Wilson, 1999).

2.2.1. A felvásárlási stratégia kialakítása a vállalati stratégiára alapozva

A felvásárlási stratégia kialakításánál a kilencvenes évektől előtérbe került legfontosabb szempont, hogy segítse a vállalati alapvető képességek megerősítését, és értéket teremtsen a vállalat egésze számára (Kozin és Young, 1994). A felvásárlásokat a vállalati erőforrás-készlet megújításának eszközeként tekintve a vállalati stratégia fontos elemét képezi a külső növekedés módjának és irányának meghatározása.

A felvásárlások tervezésénél számos tényezőt kell figyelembe venni, mindvégig szem előtt tartva, hogyan illeszkedik majd a kiválasztott célpont a felvásárlási stratégiába. Az nem elégséges ugyanis, hogy kizárólag a piaci részesedést, termékskálát, technológiai színvonalat vizsgáljuk, a sikeres megvalósítást már a tervezési szakasz is befolyásolja. Ebből következően olyan stratégiai szempontokat is figyelembe kell venni a tervezéskor, ami az előzőeknél jóval nehezebben megítélhető vagy számszerűsíthető, és ez az alapvető képességek erősítésének és továbbfejlesztésének szempontja (Kozin és Young, 1994). Ennek elengedhetetlen feltétele, hogy a felvásárlást tervező cég először **saját** erőforrásait és képességeit mérje fel, ezáltal olyan listát generálva, ami számításba

veszi a versenyben maradás sikertényezőit is. Ez nem egyszerűen a jelenlegi helyzet leírása, hanem a jövőbeni lehetőségek kihasználására is képesnek kell lenni, és előre gondolkodva meghatározni a fejlesztési irányokat. Erőforrás-alapú stratégiaalkotási folyamat során ez az erőforrás-rések megtalálását jelenti, vagyis a versenylőny fenntartásához hiányzó erőforrások azonosítását (Grant, 1991). A belső elemzés ezt követően rögzítheti a potenciális célpiacokat, termékvonalakat, pénzügyi lehetőségeket, és a vezetői prioritásokat (Hahn és Rice, 1988).

2.2.2. Kiválasztás

A szinergiák szempontjából azért jelentős ez a szakasz, mivel itt történik a célvállalattal való kombináció értékelése, a szinergia potenciál meghatározása. Amint azt már hangsúlyoztam, az ex-ante becslés számos kockázatot rejt magában a realizálási folyamatból fakadó bizonytalanság és a mérési nehézségek miatt.

A felvásárlások révén elérhető értéknövekedés előrejelzése számos kutatás és cikk témája, melyek döntő részben pénzügyi háttérrel rendelkeznek. A due diligence, vagy magyarul átvilágítás legtöbbször pénzügyi és jogi szakértők együttes munkájának eredménye, elsősorban a célvállalat bevételi és költségszerkezetét, szerződésállományát tekintik át a szakértők (Kozin és Young, 1994). Ezt egészíti ki a részletes piaci elemzés, a termékcsoportonkénti piaci részesedések felmérése, valamint információk gyűjtése a célvállalat vezetéséről (Hahn és Rice, 1988).

Vizsgáljuk meg erőforrás-alapon közelítve az értékelési teendőket! Kiindulási pontként a vállalat saját erőforrásainak és kulcsképeségeinek mélyreható ismerete szükséges (Grant, 1991). A belső elemzés alapján egy listát lehet összeállítani a vállalat azon képességeiről, amelyek hozzájárulhatnak az értéktéremtéshez, valamint támogatják a vállalati stratégiát. A lista összeállítása azonban relatív, függ a jövőbeli partnercégtől. A célvállalat erőforrásainak hasonló értékelése azonban akadályokba ütközik, mivel általában nincs betekintés a másik vállalatban zajló működési folyamatokra. Publikus információk felhasználásával mindössze általános képet kapunk a cégről, ezen adatok felhasználása az ár kialakítását segíti. A feladat viszont az, hogy a közös működésből fakadó hatásokat jelezzük előre. Tipikus hibafaktor ebben az esetben csak az előnyökre

fókuszálni (Goold és Campbell, 1998), mivel a potenciális értékcsökkentő tényezőkre is fel kell készülni.

2.2.3. Tárgyalások

A tárgyalások során szem előtt kell tartani, hogy a felvásárlás önmagában nem cél, hanem eszköz a célok elérésére (Haspeslagh és Jemison, 1987). A tárgyalási szakaszban több probléma felbukkanása is befolyásolja az értékteremtést. Ezek a következők (Jemison és Sitkin, 1986b):

- *Nézeteltérések:* A döntésben és elemzésben résztvevő felek különböző szakértelemmel, célokkal, motivációkkal rendelkeznek, amelyeket nehéz összehangolni, annál is inkább, mivel különösen a nem számszerűsíthető, szervezeti kérdésekben van lehetőség a nézeteltérésekre.
- *Növekvő lendület:* A bizonytalanság, a szűkös időkeretek, és a külső szakértők nyomása is a gyors döntés és az ügylet lezárása felé hajtja a feleket. Mindeközben egyéni karrier szempontok és érdekek is befolyásolják a folyamatot, a döntést tovább siettetve, ami nyitott kérdéseket, és ezért a későbbiekben problémákat okozhat.
- *Megoldatlan várakozások:* A tárgyalások során sok esetben maradnak tisztázatlan területek, illetve egyet nem értés, eltérő elvárások, ami a megvalósítás során bizalmatlanságot, konfliktusokat eredményezhet.

A döntéshozatal során a vezetők figyelmét ezért nem kizárólag a stratégiai összhangra való koncentrálás kell hogy meghatározza, hanem a szervezeti összhang vizsgálata is ugyanolyan fontos tényező (Jemison és Sitkin, 1986a).

A tárgyalások több célvállalattal is megkezdődhetnek, illetve egy célvállalattal több érdeklődő vevő is tárgyalásokat kezdhet. A tárgyalások során reálisan fizetendő maximális ár a szinergiák függvénye, melyet a következőképpen ábrázolhatunk:

4. ábra: Tárgyalási zóna a felvásárlások során

Ügylet érték (\$)	Szinergiák	A vevőnél keletkezett érték	A célpont értéke a vevő számára	Tárgyalási zóna
		A célpontnál keletkezett érték		
A célpont önmagában vett értéke				

Forrás: Kozin, 1998, 2. old.

Az ábrából leolvasható, hogy a potenciális szinergiák értéke az ár függvényében megoszlik az eladó és a vevő részvényesei között. Ha az ár meghaladja a célpont szinergiákkal növelt értékét, akkor a vevő számára értékvesztés történik, mivel többet fizet, mint amennyi értéket realizálni tud. A túlfizetést ennek ellenére nem sorolom a disz-szinergiák közé, mivel a szinergiák értékét nem csökkenti, mindössze az érték fizetendő ár meghatározásának hibájáról van szó. Ennek a hibának az elkerülésére a részvényesi érték (shareholder value) koncepciót is javasolják, ami az értéket befolyásoló főbb tényezők révén jelzi előre a működésből származó cash-flow-kat (Kozin, 1998).

2.2.4. Integráció

Az integrációs fázis elsőszámú feladata és célja a szinergiák realizálása az erőforrások hatékonyabb felhasználása és kombinációja révén (Datta, 1991). Az integráció vezetésének több megközelítése lehetséges attól függően, hogy milyen a felek közötti stratégiai függőség, és a szervezeti autonómia igénye (Haspeslagh és Jemison, 1991). A kölcsönös függőség típusa befolyásolja, hogyan teremthető érték a fúzió során, a kapcsolat szorossága az erőforrás-transzfer típusától függ. Haspelagh és Jemison modellje azért releváns a dolgozat szempontjából, mert a szervezeti tényezők kiemelt figyelembe vétele segít kiküszöbölni a fúziók emberi tényezőhöz, szervezeti kultúrához

kötődő paradoxonját: a képességtranszferre való törekvés maga az átadni kívánt képesség megsemmisüléséhez vezethet. Ezért autonómiára is szükség lehet, hogy megőrizzük a stratégiaiailag fontos képességeket a szervezetben.

A két dimenzió mentén elhelyezve négy integrációs megközelítésről beszélhetünk, ezeket röviden jellemezni fogom. A kutatási kérdés szempontjából számomra elsődlegesen azok az esetek jelentősek, amelyeknél a felek közötti stratégiai függőség magas, mert a stratégiai szempontok által vezérelt felvásárlások értékteremtési lehetőségeit vizsgálom.

5. ábra: Integrációs megközelítések

		Stratégiai függőség	
		alacsony	magas
Szervezeti autonómia igény	magas	Megőrzés (prezerváció)	Szimbiózis
	alacsony	(Holding)	Elnyelés (abszorpció)

Forrás: Haspeslagh és Jemison, 1991, 145. old.

Az integráció típusai a két dimenzió mentén (Haspeslagh és Jemison, 1991):

- **Abszorpció – Elnyelés** (Magas stratégiai függőség igény – alacsony szervezeti autonómia igény)

Az abszorpció a szervezeti működés teljes egybeolvasztása, a szervezeti kultúrák szintjén is, ezért. hosszú időt vesz igénybe, hogy a két szervezet közötti határok elmosódjanak (Buono és Bowditch, 1989). Ebben a megközelítésben egyaránt kiemelt szerepe van az oszthatatlan erőforrások és a komplementer erőforrások révén elérhető szinergiáknak. Minél nagyobb az átfedés a két cég között, annál több racionalizálásra lesz szükség a duplikációk megszüntetése, és a legjobb megoldások (best practices) felé történő elmozdulás elősegítése érdekében. A különbözőségekből fakadó előnyök, a komplementaritás kihasználásánál a szoros szervezeti integrációból következően magas a konfliktusok, a „mi-ők” mentalitás kialakulásának veszélye, ami értékvesztéshez is vezethet (Blake és Mouton, 1985).

-
- **Prezerváció – Megőrzés** (Alacsony stratégiai függőség igény – magas szervezeti autonómia igény)

A vezetés számára ebben az esetben elsőszámú feladat a várt előnyök forrásának érintetlen megőrzése, mivel a meglévő folyamatokba való beavatkozás hátrányosan befolyásolhatja a fúzió eredményességét. Itt azonban nem kizárólag pénzügyi, hanem olyan interakciókra is szükség van, melyek következtében tanulási folyamat indul meg mindkét félnél. Elsőszámú vezetői feladat a folyamatos „határvédelem” a szervezeti kultúrák szeparálása érdekében, miközben a felvásárolt vállalatot a vezetési képességek transzfere révén folyamatosan fejlesztik (Haspeslagh és Jemison, 1991). A tanulás szerepe különösen akkor növekszik meg, ha új területre történt a belépés a felvásárlás révén: egyrészt az iparág jobb megismerése a cél, másrészt a megszerzett üzletágot kell megismerni abból a szempontból, hogyan viszonyul a meglévő alapvető kompetenciákhoz. A folyamat hozzájárul a meglévő szervezet megújulásához is az így szerzett dinamikus képességek révén.

- **Szimbiózis – Együttélés** (Magas stratégiai függőség igény – magas szervezeti autonómia igény)

A folyamat a felvásárolt vállalat prezervációjával indul, miközben a felvásárló cég szintén változtat szervezetén, ezért egyszerre van szükség a két szervezet közötti határok megőrzésére, és átjárhatóságának biztosítására is. A hangsúly az adaptáción van, miközben a két szervezet közötti interakciók fokozatosan fejlődnek. Ez biológiai hasonlaltal élve egy félig áteresztő membrán kialakítását jelenti, melynek végeredménye a két szervezet „összevegyülése” (Haspeslagh és Jemison, 1991). A vezetők újabb hatásköröket kapnak, a munkatársakat fizikailag is újracsoportosítják, pl. közös irodába ültetve a két cég dolgozóit.

- **Holding – Függetlenség** (Alacsony stratégiai függőség igény – alacsony szervezeti autonómia igény)

Ebben az esetben gyakorlatilag szervezeti értelemben nem is történik integráció, mindkét cég önállóan működik tovább, egy holding tagjaiként, jogilag független vállalatokként. Elsősorban nem kapcsolódó, azaz konglomerát típusú felvásárlásoknál jellemző. Nem történik szervezeti integráció, érték a holding központon keresztül

teremtődik, pl. a megnövekedett méretből fakadó tárgyalási pozíció javulás, vagy az adminisztrációs költségek csökkenése következtében. A holdingnak azonban jelentős működési, irányítási költségei vannak (lásd: Bühner, Dobák és Tari, 2002).

Az integrációs fázisban – az integrációs megközelítés függvényében – kell kialakítani az együttes működés alapjait, ami többszintű tevékenységeket foglal magában, a koordinációs, a kontroll és a személyorientált feladatok tekintetében.

7. táblázat: Az integrációs fázis feladatai

	Koordináció	Kontroll	Konfliktuskezelés
Eljárási	Számviteli rendszerek és eljárások tervezése	Menedzsment kontroll rendszer tervezése	Ellentmondásos szabályok és eljárások kiküszöbölése
Fizikai	Az erőforrások megosztásának ösztönzése	Az erőforrások termelékenységének mérése, kezelése	Erőforrások elosztása Eszközök újraszervezése
Vezetési és szociokulturális	Integrátor szerepek kialakítása A szervezeti struktúra megváltoztatása	Bér és juttatási rendszerek megtervezése Felelősség és hatáskörök elosztása	A hatalomelosztás stabilizálása

Forrás: Shrivastava, 1986, 67. old.

Az *eljárások integrálása* a rendszerek és az alkalmazott módszerek kombinálását jelenti a működés, a menedzsment kontroll és a stratégiai tervezés szintjén. A folyamat fő célja, hogy homogén szerkezetű, standardizált munkamódszerek alakuljanak ki a két összeolvadó vállalat különböző rendszereiből a stratégiai szempontokat is figyelembe véve (Tetenbaum, 1999). Az első lépés a jogi helyzet tisztázása, a közös vállalat jogi személyiségének, valamint szervezeti formájának meghatározása (Howell, 1970). Ezt követi – az előkészítő fázisban már elemzett – számviteli rendszerek és a beszámolás rendjének kialakítása, a pénzügyek konszolidálása, ami végső soron az új menedzsment kontroll rendszer megalkotásához vezet (Shrivastava, 1986).

A *fizikai erőforrások* és eszközök integrálása általában az eljárások integrálását szorosan követve megy végbe. Ide tartozik a termékvonalak, és technológiák, K+F projektek, üzemek és berendezések, valamint ingatlanok konszolidációja. Az erőforrások rugalmassága befolyásolja az integráció fokát, mivel egyes erőforrások helyhez kötöttek, vagy a felhasználási lehetőségük rögzített (Ghemawat és del Sol, 1998).

A *vezetési és szociokulturális* integráció a legproblémásabb és legtöbb időt igénybe vevő terület a fúzió során (Shrivastava, 1996). Olyan feladatokat foglal magában, mint pl. az új vezetők kiválasztása, a szervezeti struktúra megváltoztatása, egységes arculatú vállalati kultúra megteremtése, az alkalmazottak motiválása és vezetési filozófia megfogalmazása. A szervezeti kultúra transzformálása inkrementális folyamat, ami hosszú időt vesz igénybe, mivel a kultúra alapját képező mögöttes feltevések csak lassan változnak (Bakacsi, 1996; Heidrich, 1998). A kérdéskör izgalmasságát tovább növeli, hogy a kulturális változások *nem tervezhetők* teljesen az elejétől a végéig. A fentiekén túl felvásárlások és összeolvadások során a kulturális változást az is nehezíti, hogy a kombinációs folyamat szerves része a bizonytalanság és a stressz. Továbbá, az a paradox helyzet áll elő, hogy *minél nagyobb fokú integráció szükséges, annál nagyobb a kulturális feszültségek valószínűsége*. Minden változás velejárója az ellenállás, ami kulturális változásoknál még erőteljesebb, és elkerülhetetlen a felvásárlásoknál is (Senn, 1994).

2.3. Szinergiamenedzsment

Ebben a fejezetben mindazon vezetési feladatokat foglalom össze, amelyeket a felvásárlási folyamat során alkalmazni lehet. A szinergiamenedzsment eszközeinek áttekintését két fő szakaszra osztom, az előkészítésre és a végrehajtásra, vagyis az integrációra. Nem tartottam szükségesnek a felvásárlások már bemutatott részletesebb szakaszolásán keresztül tárgyalni a szinergiamenedzsmentet, mert két dologra koncentrálok: a szinergia potenciálra és a szinergia realizálására. A szinergia potenciál esetében látjuk majd, hogy maga a potenciál felmérése is gondokat okoz. Most a kérdésem az, hogyan lehet vezetési eszközökkel elérni azt, hogy a meglévő szinergia potenciálból a lehető legtöbb realizálódjon is az integrációs fázisban.

Ex-ante a megfelelő előkészítést tartom az egyik kulcstényezőnek, ex-post, a folyamat végrehajtása során pedig újabb sikertényezőket és buktatókat azonosítok. A szinergia realizálását támogató és gátló tényezőket az eddigi kutatási eredmények tükrében mutatom be.

2.3.1. Szinergia potenciál menedzsment

A vezetők számára az erőforrás-alapú megközelítés alkalmazása olyan stratégiai eszközt kínál, amely könnyen összekapcsolható a már jól ismert, hagyományos (és a vállalatok többségénél használatos) SWOT elemzéssel. Az RBV segít megállapítani a vállalat valódi erősségeit és megszüntetni a gyenge pontokat, sőt, jelzi azt is, hogy mely gyengeségekből kovácsolhatók erősségek a jövőben (Barney, 1995). A szinergiamenedzsment egyik célja tehát az, hogy azáltal teremtsen értéket, hogy *erősséggé változtatja a vállalat gyenge pontjait*. Az erőforrás-alapú megközelítés stratégiai ajánlásai a kulcsfontosságú erőforrásokba való folyamatos beruházást hangsúlyozzák. A beruházás egyik fajtája lehet a felvásárlás, amelynek előkészítésénél tisztában kell lenni a vállalat saját erős és gyenge pontjaival, ezért az előkészítés nulladik lépésben egy *önfelmérés* is történik.

A következő feladat annak végiggondolása, hogy a diverzifikációs lépést követően a meglévő kulcsfontosságú erőforrások hatékonysága fennmarad-e az új körülmények között is (Markides, 1997). Hitt, Harrison, Ireland és Best (1998) arra hívja fel a figyelmet, hogy a termékek vagy piacok kapcsolódása nem feltétlenül jelenti azt, hogy a két cégnek komplementer erőforrásai vannak. Sikeres és sikertelen felvásárlásokat összehasonlítva kutatásuk alapján az derült ki, hogy a sikertelen fúzióknál gyakran helytelenül értékelték a célvállalatot (vö.: hubris hipotézis), és ezáltal már a szinergia potenciál becslésénél is hibát követtek el (Hitt, Harrison, Ireland és Best, 1998).

A due diligence folyamatában célszerű figyelmet fordítani arra, hogy megállapítsuk, kik a célvállalat értékteremtés szempontjából nélkülözhetetlen emberei, és tervet kidolgozni a megtartásukra. Mit ér ugyanis a felvásárolt vállalat, ha az értékes tudás kísétál az ajtón? Ez fokozottan igaz a magas technológiai intenzitású iparágakban (Chaudhuri és Tabrizi, 1999). Az átvilágítás során a pénzügyi és jogi szempontok mellett a szervezeti jellemzőket, az emberi erőforrás menedzsment gyakorlatot

(teljesítményértékelési, javadalmazási rendszerek) (Napier, 1989), a szervezeti kultúrát is meg kell vizsgálni annak érdekében, hogy felmérjük, képes lesz-e együttműködni a két cég (Senn, 1994; Cartwright és Cooper, 1992). A szervezeti autonómia igény tehát végeredményben az integrációs megközelítést, ezáltal közvetve a realizálható szinergiákat fogja befolyásolni (Haspelagh és Jemison, 1991)

Összehasonlítva az ellenséges és barátságos felvásárlási tárgyalásokat pénzügyi szempontból azt láthatjuk, hogy az ellenséges felvásárlások során fizetendő magasabb prémium csökkenti a későbbi hasznokat (Eccles, Lanes és Wilson, 1999). Integrációs szempontból szintén a barátságos felvásárlások kecsegtetnek több realizálható szinergiával, mivel a tárgyalási folyamat légköre pozitív hatást gyakorol a későbbi kombinációs folyamatra, csökkentve a kulturális konfliktusok mértékét (Hitt, Harrison, Ireland és Best, 1998).

Hasonlóképpen, a felvásárlás kommunikálása az alkalmazottak és más érdekcsoportok (fogyasztók, beszállítók) felé már a tárgyalási folyamat kezdetétől szerepet játszik a bizonytalanság csökkentésében, és ezáltal a későbbi zökkenőmentesebb integrációban (Leighton és Tod, 1969). Két típusú kommunikációra van szükség a felvásárlásoknál: (1) ami informálja az alkalmazottakat az összeolvadásról, annak kereteiről és megvalósításáról, (2) ami elősegíti a munka elvégzését. Ha az érintett cégek sokáig titokban tartják a tárgyalásokat és terveket, azt tipikusan tagadás, majd találgatás és pletyka követi. Az így keletkező kommunikációs szakadékot informális, személyközi kommunikáció hidalja át, ami felett a szervezetnek nem, vagy csak alig van kontrollja (Buono és Bowditch, 1989). Ha a szervezeti tagok jól informáltak, akkor sokkal valószínűbb, hogy pozitívan reagálnak, mint amikor saját maguknak kell spekulálniuk. A formális belső kommunikációs csatornákat ezért minél előbb fel kell állítani.

Összefoglalva, a szinergia potenciált befolyásoló tényezők kezelése áthatja az egész felvásárlási folyamatot, a tervezéstől kezdődően a kiválasztáson, és tárgyalásokon keresztül az integrációig. Ez a folyamat egyszerre külső, a felvásárolni kívánt vállalatra irányuló és belső, a vállalaton belüli erőforrásokra fókuszáló tevékenységeket foglal magában.

2.3.2. A szinergia realizálása

Divizionális szervezeti struktúrát feltételezve a vállalati központra hárul a szinergiahatások maximális kiaknázása az erőforrások elosztása révén, a pénzügyi eszközöktől a vállalatnál alkalmazott „legjobb módszerek” elterjesztéséig (lásd: Goold, Campbell, és Alexander, 1994). Egy fúziót követően azonban még nincsenek kialakult mechanizmusok, azokat a két félnek együttműködve kell kialakítani.

A Mercer Management Consulting felmérése szerint egy átlagos fúzió során a szinergiáknak mindössze 30 százalékát sikerül realizálni, a szinergia potenciál 55 százalékát elfelejtik, vagy nem veszik figyelembe, és 15 százalékuk fullad kudarcba, vagy vetik el teljesen (Hodge, 1998). Ebből is láthatjuk, hogy az integrációs fázis kulcskérdés a fúzió sikeressége szempontjából. A kudarc okaként a leggyakrabban megjelölt „felelős” a szervezeti kultúra (Carey, 2000), ugyanakkor a szervezeti kultúrát mint különleges értékteremtő erőforrást is tekinthetjük (Barney, 1986), ezért mind a támogató, mind a gátló tényezők esetében van szerepe.

Mindkét alfejezetben két területre fordítok kiemelt figyelmet: egyrészt, az erőforrások tulajdonságaiból fakadó lehetőségeket és veszélyeket elemzem, másrészt, a vezetési folyamat releváns elemeit és eszközeit tárom fel.

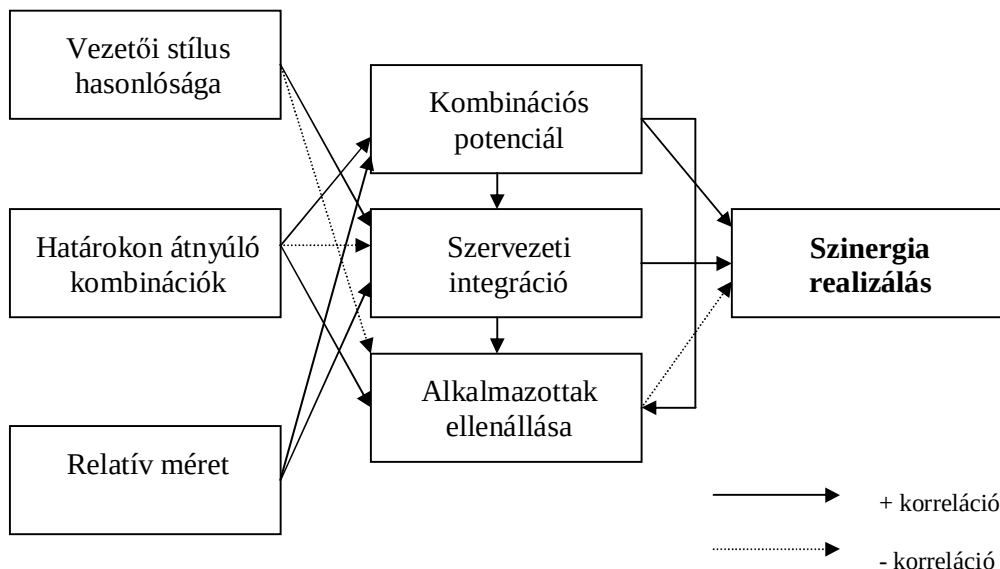
2.3.2.1. Támogató tényezők

A stratégiai, a szervezeti és az emberi erőforrás nézőpontok integrálása segítségével tárta fel a szinergiák realizálására ható tényezőket Larsson és Finkelstein (1999). Modelljük kiemeli a szinergia potenciált (kombinációs potenciál), és az integrációs fázist, a szervezeti kultúrával kapcsolatosan a vezetői stílust és az alkalmazottak ellenállását, valamint a fúzió típusát és az összeolvadó felek egymáshoz viszonyított méretét (6. ábra).

A támogató tényezők közül a vezetőkre fordítok figyelmet ebben a részben, melynek oka, hogy a vezetők meghatározó szereplői az integrációs folyamatnak, és a legfontosabb támogató tényezőt éppen az jelenti, ha a vezetés kellő figyelmet fordít a felvásárlás egész folyamatára (Carey, 2000; Shrivastava, 1986). Több kutatás is kimutatta, hogy hasonló vezetési stílussal rendelkező cégek összeolvadása könnyebb, mint a nem hasonló filozófiát valló, eltérő kockázatvállalási hajlandósággal rendelkező

cégeké (Davis, 1968; Datta, 1991). Ez a szervezeti kultúrán keresztül hatással van az alkalmazottakra, és befolyásolja együttműködési hajlandóságukat a szinergiák realizálása során, ami különösen a tudáslapú erőforrások transzferére van hatással.

6. ábra: Larsson és Finkelstein modellje a szinergia realizálására ható tényezőkről



Forrás: Larsson és Finkelstein, 1999, 13. old.

A vezetőkkel kapcsolatos veszélyforrás, hogy a kombináció rendkívül komplex folyamatában az érintett vezetők gyakran elveszhetnek a sürgős ügyek operatív teendői közepette, és ezért nincs idejük az átmenet egészének értékelésére. Következésképpen, senki nem vállalja a teljes felelősséget a történetekért, a teendőkért és a szükséges módosításokért. A szinergiák realizálásának strukturális koordinációs eszközökkel való támogatását jelentik az ún. *átmeneti team*-ek (transition team), melyek tagjai mindkét szervezetet képviselik, és az integrációs terv végrehajtását segítik a tudásmegosztás, tanulás és a kapcsolatépítés révén (Marks és Mirvis, 2000). Végeredményben ezek a teamek a szervezetfejlesztési erőfeszítéseket építik be hosszú távon a vállalat problémamegoldó és megújító folyamataiba, azaz a dinamikus képességeket erősítik. A párhuzamos szervezeti struktúrában egymással rotáló task force-ok vesznek részt egy

bizottság irányításával. Hasonlóan a mátrix szervezethez, ezek a struktúrák áthidalják a tradicionális hatásköröket, ami különösen összeolvadások esetén lehet hasznos (Buono és Bowditch, 1989). Mindazonáltal, nem projektek szerveződnek, hiszen a szervezeti rutinok felülvizsgálata, az új lehetőségek, technikák felkutatása folyamatos. A párhuzamos struktúra szerepe az irányító bizottság feladatain keresztül ragadható meg legszembetűnőbben, mivel a bizottság feladata a kombináció folyamatának végigkövetése, a konfliktusok és dilemmák felszínre hozása és megoldása. Tevékenysége során a bizottság megkísérli magát elfogadtatni mindkét fél alkalmazottaival, ezért a bizottság összetételekor ügyelni kell arra, hogy mind különböző funkcionális területekről és osztályokból, mind különböző hierarchia szintekről jól válogassuk össze a tagokat (Marks és Mirvis, 2000).

2.3.3.2. Gátló tényezők

A támogató tényezők között is első helyen szerepeltek a vezetők, de szerepük a gátló tényezőknél sem elhanyagolható. A szinergiapotenciál realizálását Collis és Montgomery (1995) szerint több *vezetői hiba* is hátráltatja. A vezetők sokszor hajlamosak alábecsülni, hogy milyen nehéz a szinergia forrásául szolgáló speciális erőforrások és képességek egyik területről a másikkra történő átvitele, és nem veszik figyelembe az új piacokon való alkalmazás korlátait, ezáltal a szinergiapotenciál becslése nem lesz reális. Hasonló eredményre vezet, ha a vezetők egy része túlbecsüli saját képességeit, és nem pontosan méri fel azt, mely tényezők határozzák meg a sikert a megcélzott, magas jövedelmezőséggel kecsegtető iparágban. Ilyenkor hajlamosak azt hinni, hogy számukra értékes erőforráshoz jutottak a felvásárlás révén, de az iparági sikertényezők figyelmen kívül hagyása miatt elképzelhető, hogy számukra értéktelen erőforrásokat szereztek. Véleményem szerint ez igazából nem befolyásolja a realizált szinergiát, mivel a szinergiapotenciál helytelen becsléséről van szó, és *nem létező szinergiapotenciálból sohasem lesz realizált szinergia*. Végül, ha olyan felvásárlásokat vizsgálunk, ahol nem kapcsolódó iparágba lép át a felvásárló, akkor hiba azt feltételezni, hogy a meglévő nem-speciális vállalati erőforrások az új iparágban alkalmazva is a versenyelőny fő forrásaivá válnak, tekintet nélkül az új piacra jellemző mechanizmusokra (Collis és Montgomery, 1995).

A vezetők a vállalatfelvásárlások során gyakran nem veszik figyelembe az integrációs folyamat rejtett költségeit, a disz-szinergikus hatásokat, melynek jelei az alkalmazottak fluktuációjában, a termelékenység csökkenésében, és a fogyasztói reklamációk számának növekedésében érhetők tetten. A hasznok túlbecslése és a költségek alábecslése általában egymás kísérőjelenségei, melyhez az a helytelen feltevés is társulhat, hogy a szervezeten belül minden szükséges know-how elérhető (Goold és Campbell, 1998). Ha létezik a szükséges erőforrás, akkor is fellelhetnek korlátok, ilyen gátló tényezője a szinergiáknak az erőforrások „ragadósága” (stickiness), azaz transzferálásának nehézsége (Szulanski, 1995), ami a tudásátadásban érdekelt felek motivációjának hiányában is gyökerezhet. Ez újabb emberi erőforrás menedzsment feladatokra hívja fel a figyelmet, mint az együttműködést ösztönző teljesítményértékelési és kompenzációs rendszerek bevezetése (Anslinger és Coperland, 1996). A felvásárlások rejtett költségei, melyek a realizálható szinergiák mértékét csökkentik az alábbi formát ölthetik (Cartwright és Cooper, 1992):

- A hiányzások, felmondások következtében az új alkalmazottak felvételének és betanításának költségei.
- A kombinációval összefüggő tevékenységek, értekezletek idő és költségvonzata.
- Politizálás, belső harcok, idővesztés, míg kiderül „melyik főnök számít igazán”.
- Az egyéni teljesítmény szándékos és nem szándékos visszatartása az elbocsátástól való félelem, a továbblépési lehetőségek változása, a kulturális „árulás” és a vezetésbe vetett bizalom elvesztése miatt.
- A fogyasztók frusztrációja az új termékek és eljárások következtében.

A vezetés hiánya szintén az értékteremtés gátja lehet, mert a vezetési vákuumból következően késhet az összeolvadt cég új irányvonalának kijelölése, ami nemcsak a szervezeten belül okoz zavart, de a versenypozíciót is rontja (Haspelagh és Jemison, 1991).

A szinergiák realizálási folyamatát vezetési szemszögből végigtekintve megerősíthetjük azt az állítást, hogy a felvásárlások vezetése dinamikus képesség, mely értékes a vállalat számára, és idővel szervezeti rutinná alakulhat, ami megkönnyíti további felvásárlások végrehajtását (Eisenhardt és Martin, 2000).

3. A kutatási modell

Ebben a fejezetben az elméleti áttekintés alapján megfogalmazom a dolgozat középpontjában álló vizsgálati területeket és meghatározom a vizsgálat módszertanát. Ez egyúttal a témakör határainak élesebb megrajzolását is jelenti, bizonyos tényezőket előtérbe helyezve a kutatás során, míg más szempontokat inkább a háttérben tartva.

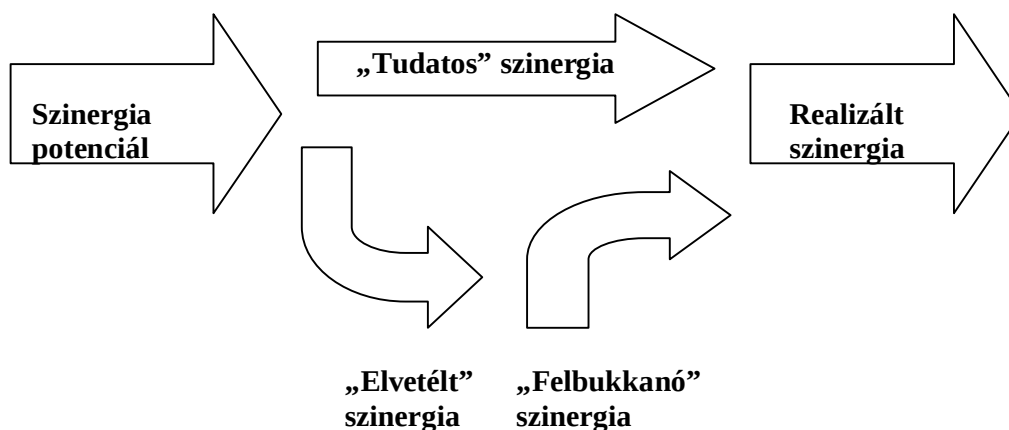
3.1. Főbb összefüggések

A most kialakítandó modellben a kutatási kérdésből fakadóan elsődlegesen a fúziók utáni szinergia megvalósításának stratégiai, vezetési kérdései állnak, ennek megfelelően a kontextuális tényezők közül csak azok kerülhetnek a figyelem középpontjába, amelyek hatással vannak a szinergia vezetési folyamatára. Erre a lehatárolásra azért van szükség, mivel a környezetből fakadó változások számossága megnehezítené a szervezeti folyamatok egyértelmű vizsgálatát. A kontingenciaelméleti kutatások során is gyakran csak egy-egy tényező kiemelt hatását elemezték a kutatók (Kieser, 1995), ezért tisztább megállapításokat tudtak leszűrni két kiemelt változó közötti kapcsolat természetéről.

A szinergiák vizsgálatakor Mintzberg nyomán a stratégia fogalmának összetettségét érzékeltető folyamatszémlelethez hasonlóan (Quinn, Mintzberg, James, 1988; Mintzberg, 1994), megkülönböztetem az *ex ante* és az *ex post* szinergiákat. Vállalatfelvásárlások és fúziók során az összeolvadást megelőző szakasz feladata a potenciális szinergiaforrások feltárása, elemzése, és ez alapján a tárgyalások során az ár kialakítása és a szinergiamenedzsment feltételeinek rögzítése. A szinergia potenciál ténylegesen csak az integrációs folyamat során válik valósággá, mindeközben a tervekhez képest kétféle irányú eltérés is tapasztalható. Egyrészt, nem minden szinergia lehetőség materializálódik a külső környezetből fakadó változások vagy (még gyakrabban) a belső folyamatok zökkenői következtében. Ezek az ún. „**elvetélt szinergiák**”, melyek csökkentik a realizált szinergiák mértékét (azaz disz-szinergiák). Másrészt, vannak váratlanul (azaz nem tervezetten) **felbukkanó szinergiák**, amelyek az integrációs folyamat során a felek közötti rendszeres interakciók és tanulási folyamat előre nem tervezhető vagy nem várt hozadéka. Hasonlóan a nem megvalósuló szinergiákhoz, ebben az esetben is történhet az egyesült cégek számára kedvező

környezeti változás, amely szintén a realizált szinergiák mértékét növeli. Az a szinergia potenciál, amelynek a megvalósítását nem akadályozták szervezeti és környezeti tényezők, valamint jól tervezhető volt, fogja képezni a realizált szinergia azon részét, amely vezetési szempontból biztos pontot jelent. Ezen potenciál realizálása a legtudatosabban irányítható, illetve irányított feladat (például, fizikai erőforrásokhoz köthető, méretgazdaságossági hatások kiaknázása). Összességében tehát a különböző hatások eredőjeként áll elő a realizált szinergia, amelyet azonban csak utólagosan tudunk meghatározni. Ily módon, a realizált stratégiához hasonlóan, a szinergia realizálásával kapcsolatban a döntések sorozatát és a folyamat során követett magatartásmintákat, interakciókat figyelhetjük meg, illetve kell megfigyelnünk. Az alábbi ábra mutatja a szinergia realizálásának folyamatát a fenti gondolatmenetet alapul véve.

7. ábra: A szinergia realizálásának összetett folyamata



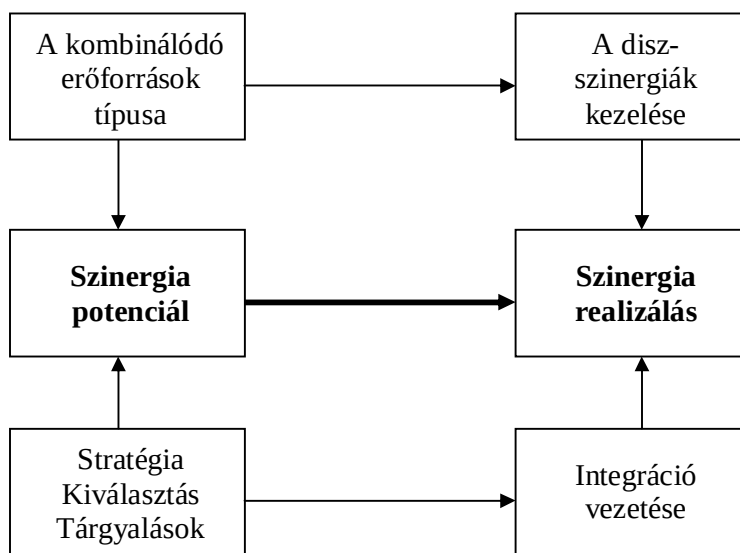
Forrás: Mintzberg (1987) alapján

A disszertáció fókuszpontjában a vállalatok által befolyásolható, „menedzselhető” szinergiák állnak, vagyis a belső, integrációs folyamat vizsgálata képezi az elemzés tárgyát. A dolgozat fő kérdése, hogy melyek azok a tényezők, amelyek befolyásolják a realizált szinergia mértékét. Közelebbről, melyek azok a faktorok, amelyek a szinergia potenciál „eltűnését” eredményezik, és melyek azok, amelyek segítik váratlan pozitív

hatások felbukkanását. Mindeközben az is kérdés, hogyan lehet a szinergia realizálás folyamatát úgy irányítani, hogy a biztosan megvalósuló „tudatos” szinergiák közé „tereljük” a felbukkanó lehetőségeket, valamint megakadályozzuk a szinergia potenciál egy részének „elpárolgását”. A vezetés szemszögéből nézve, olyan vezetési eszközökre, szemléletmódra koncentrálok, amelyek szerepet játszhatnak a sikeres integrációs folyamatban, és az azt megelőző pontos tervezésben.

Amint azt már a dolgozatban korábban többször kiemelttem, a szinergiák realizálását befolyásoló legfontosabb szempontnak *a szinergia forrását* tartom, ez meghatározza az adott esetben jól alkalmazható vezetési eszközöket, és a felbukkanó disz-szinergiák kezelésének módját is. Ugyanilyen kiemelt szerepe van az *egész* felvásárlási folyamatnak, mind a szinergia potenciál, mind a szinergia realizálás szempontjából. A kutatásban vizsgálandó főbb összefüggéseket az alábbi modell szemlélteti.

8. ábra: A szinergia realizálását befolyásoló főbb tényezők



A kutatás során tehát a felvásárlási folyamat jellemzőire és az összeolvadásban résztvevő cégek erőforrás-készletére koncentrálok elsősorban. A fenti modell elemei közötti összefüggésekkel kapcsolatos hipotéziseket a következő fejezetben fogalmazom meg.

3.2. Hipotézisek

A kutatási kérdéshez kapcsolódóan több témakörben állítottam fel hipotéziseket, melyek a kutatási modell két fő elemét, az erőforrás-transzfer és a felvásárlási folyamatot állítják középpontba. Az *erőforrások* kitüntetett szerepe a szinergiák realizálásában vezetett el az első hipotézis-csokor megfogalmazásához, melyben az erőforrás-transzferre fókuszálok. A második fő kérdéscsoportban a *felvásárlások folyamatára* koncentrálok. A felvásárlások folyamatának egészét vizsgálva már a tárgyalási szakaszban megkezdődik az értékteremtés, és helyenként az értéktrombolás is. Kiemeltem a felvásárló felvásárlási tapasztalatát is mint olyan tényezőt, ami befolyásolja a fúziós folyamatot a tárgyalásoktól egészen az integrációig, és ezzel kapcsolatosan fogalmaztam meg hipotéziseket. Ebben a részben vizsgálom az integráció vezetésének hatását a szinergiák realizálására.

A szinergiák mérésénél már részletesen foglalkoztam a két vállalat közötti kapcsolat szorosságával, mert ez egyben indikátora a *potenciális szinergiáknak*. Hazai mintán is tesztelni szeretném azt a kérdést, hogy a kapcsolódó felvásárlások több értéket teremtenek-e, mint a nem kapcsolódóak. Ezt kiegészítendő kíváncsi vagyok a kapcsolat szorossága és az érintett erőforrások közötti viszonyra. A *realizált szinergiák* a fúzió teljesítményén keresztül ragadhatók meg, ezért az ok-okozati összefüggések felállításakor a fúzió teljesítményének változása a függő változó.

Erőforrások transzfere

Az erőforrás-alapú stratégiaalkotási folyamat lényeges eleme, hogy feltárja az „erőforrás-réseket”, amelyeket a vállalatnak el kell tüntetnie ahhoz, hogy sikeresen vegyen részt az iparági versenyben (Grant, 1991). A felvásárlás eszköze lehet a rések, vagy hiányosságok eltüntetésének, hiszen amelyik erőforrás dimenzióban az egyik fél gyengébb, a másik fél olyan erőforrással erősítheti (gyakran ez a felvásárlás fő motiválója, illetve a célvállalat kiválasztását befolyásoló fontos tényező). Ez az alapja tehát a komplementer erőforrásokon alapuló szinergiáknak (Harrison, Hitt, Hosskisson és Ireland, 1991). A komplementaritás egyaránt érvényes a megfogható és nem megfogható erőforrásokra, mely utóbbiak között a vezetési képességek és a tudásalapú szinergiák is megjelennek. Az erőforrás-rések eltüntetése alatt azt értem, amikor az adott erőforrás dimenzióban kedvezőtlenebb pozícióban lévő fél a másik féllel való

együttműködés révén megerősítheti, feljavíthatja saját helyzetét úgy, hogy közben a jobb helyzetben lévő fél pozíciója sem romlik. Ez tipikusan a tudásalapú erőforrások transzferére igaz, hiszen a tudás nem csökken vagy veszik el azáltal, hogy átadásra kerül (Grant, 1996), sőt, éppen ez a paradoxon jelenti értékét, és teremti meg a vállalatok növekedésének egyik módját, illetve okozóját (Penrose, 1959).

H1: Az erőforrások transzfere a felvásárolt és a felvásárló vállalat között a vállalatok közötti erőforrás-rések eltüntetésére irányul.

Az előző hipotézishez kapcsolódik a kifejezetten az erőforrások különbözőségét vizsgáló hipotézis, melynek alapja az erőforrás-alapú megközelítés azont tétele, hogy a vállalatok heterogén erőforrás-készlettel rendelkeznek, ezért a vállalatok között értékes kapcsolódási pontokat találhatunk (Harrison, Hitt és Ireland, 1991). Másképpen fogalmazva, az erőforrás-aszimmetria jelenti az érték, azaz a szinergiák forrását (Capron, Dussauge, és Mitchell, 1998). Ez a hipotézis annyiban jelent mást az előző, szintén a heterogenitásra építő kérdéstől, hogy a hiányzó erőforrások helyett a meglévő erőforrások közötti szinergikus hatásokra koncentrálnak.

H2: Komplementer erőforrások transzfere növeli a jó teljesítmény valószínűségét.

Az erőforrások fajtája szerint vizsgálva bizonyos erőforrások transzfere a költségek csökkentésére, míg más a bevételek növekedésére hat. A marketing funkció erőforrásait elemezve megfigyelhető, hogy a márkanevek, az értékesítési hálózat és a marketing képességek transzfere jelentősen növeli az egyesült cég eredményességét, és főként bevételeire hat elsősorban (Capron és Hulland, 1999). Az innovációs tevékenység az új termékek fejlesztésére hat leginkább, de végeredményben az új termékek szintén az eladásokat, és ezáltal a bevételeket fogják növelni.

H3a: Az innovációs erőforrások transzfere az új termékek számát növeli leginkább.

H3b: A marketing erőforrások transzfere a bevételek növekedésére hat leginkább.

A termeléshez kapcsolódó képességek transzfere jelentős szinergiahatással jár és egyaránt támogatja a költségdiktáló és a differenciáló versenysztratégiát (St. John és Harrison, 1999). Egyes technológiák gyakran cégspecifikusak (Capron és Mitchell, 1998), nagy beruházást igényelnek, és oszthatatlanságukból fakadóan a kapacitások jobb kihasználásához, ezáltal a termelékenység növekedéséhez vezetnek.

H3c: A termeléshez kapcsolódó erőforrások transzfere a termelékenység növekedésére hat leginkább.

A vezetési képességek transzfere érinthet funkcionális képességeket, illetve általános vezetési képességeket (Haspeslagh és Jemison, 1991). Mindkét típus fontos szerepet játszik az értékteremtésben, és egyaránt hatnak a költségek csökkenésére és a bevételek növelésére (Capron, 1999). A vezetési képességek transzferében a vezetők személyes jelenléte és elköteleződése mellett fontos szerep jut az általuk alkalmazott vezetési eszközöknek, módszereknek, amelyek egy idő után a szervezeti működésbe beépülve (pl.: kontrolling rendszer, stratégiai szemlélet) szervezeti szintű erőforrásokká válnak.

H3d: A vezetési képességek transzfere a teljesítmény összes dimenzióját kedvezően befolyásolja.

A szervezeti változások sikerességét nagymértékben befolyásolja a szervezeti tartalékok léte (Dobák, 1996), hiszen minden átszervezés költségekkel jár. Így van ez olyan nagy horderejű változásoknál is, mint a vállalatfelvásárlás vagy fúzió. A kedvező pénzügyi helyzet lehetővé teszi a gyorsabb megvalósítást, a fejlesztések és az új folyamatok mielőbbi bevezetését, ezáltal hamarabb kezdődhet meg az értékteremtés. A pénzügyi erőforrások megléte a jó teljesítmény egyik peremfeltétele, jellegét tekintve ez a legsokoldalúbban felhasználható erőforrás (Chatterjee és Wernerfelt, 1989), közvetve a költségek csökkentéséhez és a bevételek növekedéséhez is hozzájárul.

H3e: A pénzügyi erőforrások transzfere a teljesítmény összes dimenzióját kedvezően befolyásolja.

Felvásárlások vezetése

A felvásárlás típusától függően eltérő vezetési feladatokkal kell szembenézni az integráció során. A vezetés kritikus feladata az erőforrások allokációja, a stratégiaalkotás és a teljesítmény alakulásának folyamatos ellenőrzése, ami különösen kapcsolódó diverzifikáció esetén igényel intenzív vezetői figyelmet (Grant, 1988). A vezetési képességekre ezenkívül az egyéb, funkcionális területekhez kapcsolódó erőforrás típus (marketing, termelés, K+F) transzfere esetén is szükség van (Capron, Dussauge, és Mitchell, 1998), ezért a szorosabban kapcsolódó felvásárlásoknál a

vezetési képességek szerepe nagyobb, mint a kevésbé szoros, és kevesebb erőforrás transferral járó esetekben.

H4a: A kapcsolódó típusú felvásárlások esetében nagyobb a vezetési képességek szerepe, mint a nem kapcsolódó felvásárlásoknál.

A pénzügyi erőforrások a legrugalmasabb erőforrások közé tartoznak, mivel felhasználási lehetőségeik rendkívül szélesek (Chatterjee és Wernerfelt, 1989). Többcélú felhasználásukból fakadóan a pénzügyi források a nem kapcsolódó felvásárlások során nagyobb szerepet játszhatnak, mint más területhez kötődő erőforrások, hiszen a speciális, adott iparághoz kapcsolódó funkcionális szaktudás nem alkalmazható az eltérő tevékenységi körű cégek között. A pénzügyi típusú szinergialehetőségek a nem kapcsolódó felvásárlások esetében jól kiaknázhatók, sokszor ezek a legfőbb motiválói egy-egy ilyen ügyletnek (Chatterjee, 1986; Walter és Barney, 1990).

H4b: A nem kapcsolódó típusú felvásárlások esetében nagyobb a pénzügyi erőforrások szerepe, mint a kapcsolódó felvásárlásoknál.

A felvásárlások révén a felvásárló vállalat számos tapasztalatra tesz szert. Egyrészt, a felvásárolt vállalat és a felvásárló között tudástranszfer játszódik le (Haspeslagh és Jemison, 1991), másrészt, a felvásárlások vezetésének képességét fejlesztheti (Eisenhardt és Martin, 2000), ezáltal olyan dinamikus képességre szert téve, amely további akvizíciós tevékenységét támogatja, növelve a sikeres integráció esélyét. Nemzetközi vállalatok növekedési stratégiájának módozatait vizsgálva Vermeulen és Barkema (1998; 1999) arra a következtetésre jutott, hogy a felvásárlások révén történő tanulás megnöveli a vállalatok túlélési esélyeit, szemben az organikus, zöldmezős beruházások révén történő növekedés útját választókkal, azaz felvásárlási tapasztalat kedvezően hat a teljesítményre.

H5: Minél nagyobb felvásárlási tapasztalattal rendelkezik a felvásárló (minél több felvásárlást hajtott végre), annál nagyobb a jó teljesítmény valószínűsége.

A felvásárlások folyamatszemplétű megközelítése azt jelenti, hogy a felvásárlás egész folyamata kihat a fúzió eredményére (Haspeslagh és Jemison, 1991). A dolgozatban a felvásárlási folyamatot két részre osztottam, az integrációt előkészítő és az integrációs

folyamatra. A két szakasz közötti különbség, hogy az előkészítés nemcsak a szinergia potenciált, de közvetve a szinergia realizálást is befolyásolja. A két szakaszban vannak hasonló és eltérő vezetési módszerek, de a felvásárlási stratégia, és integrációs koncepció nélkül a megvalósítás akadályokba ütközik.

H6a: A felvásárlási stratégia hiánya csökkenti a realizált szinergiákat.

A felvásárlási stratégia nem feltétlenül kerül nyilvános megfogalmazásra, mindössze néhány alapelv betartására korlátozódhat, viszont a konkrét döntés meghozatala során már ezen elvek gyakorlati alkalmazásáról van szó. A felvásárlások befektetési döntések is egyben, melynek során elkülönítünk pénzügyi és stratégiai befektetőket. A pénzügyi befektetők tipikusan nem kapcsolódó területekbe investálnak, és a portfóliójukat pénzügyi, vagyongazdálkodási eszközökkel irányítják, míg a stratégiai befektetők szakmai befektetők, az irányításba akár operatív szinten is beleszólnak (Healy, Palapu és Ruback, 1997). A kettőjük közötti különbség a felvásárlásról szóló döntéskor, hogy a pénzügyi befektetőnek kevesebb szempontot kell mérlegelnie a döntése során, mint a szakmai befektetőnek, hiszen ott az integráció is szorosabb lesz majd.

H6b: A kiválasztás és a felvásárlásról szóló döntés nem kapcsolódó felvásárlások esetén kevesebb vezetői figyelmet igényel, mint kapcsolódó felvásárlásoknál.

A tárgyalások időtartama feltételezhetően, akkor húzódik el, amikor sok a problémás terület. Ha viszont sok a problémás terület, akkor rosszabb lesz a teljesítmény, mivel a tárgyalások során nem biztos, hogy mindenre megoldást találnak (Haspeslagh és Jemison, 1991). Ehhez járul hozzá az, hogy a tárgyalások elhúzódása miatt a vállalat piaci teljesítménye romlik, mert a vezetői erőforrásokat a tárgyalások kötik le, a bizonytalanság nő a szervezetben, miközben kulcsemberek távoznak (Meyer, 2002).

H6c: Minél tovább tartanak a tárgyalások, annál kevésbé valószínű a jó teljesítmény.

A dolgozatban bemutatott integrációs megközelítések a stratégiai egymásrautaltságot és a szervezeti autonómia igényt alkalmazzák döntési kritériumként (Haspeslagh és Jemison, 1991), kérdés, hogy van-e egyértelmű hozzárendelés az egyes felvásárlási típusok és az alkalmazható integrációs megközelítések között.

H6d: Eltérő felvásárlási típusok esetében eltérő integrációs megközelítés alkalmazható.

Számos kutatás tanulmányozta már a felvásárló és a felvásárolt vállalat közötti kapcsolat szorosságát és annak hatását a teljesítményre. Az empirikus kutatások domináns megállapítása, hogy a kapcsolódóan diverzifikált vállalatok eredményesebbek a nem kapcsolódóknál (Montgomery és Hariharan, 1991; Montgomery és Wernerfelt, 1988; Chatterjee és Wernerfelt, 1991).

H7: Minél szorosabb a felvásárló és a felvásárolt vállalat közötti kapcsolódás, annál nagyobb a jó teljesítmény valószínűsége.

A hipotézisek kutatási eredményekkel való összevetését a 6. fejezet tartalmazza.

4. Kutatási módszertan

Az empirikus kutatás megvalósítását több tényező befolyásolja, melyek közül a kutatási kérdés szerepe kiemelkedő, hiszen ez határozza meg az alkalmazható kutatási megközelítéseket. A kutatási irányok két fő csoportját különböztetjük meg (lásd: 8. táblázat). A kvantitatív kutatás változók közötti ok-okozati kapcsolatok meglétéről, irányáról és erősségéről ad útmutatást, míg a kvalitatív kutatás akkor alkalmazható sikeresen, ha a kiváltó okokat és a hatásmechanizmusokat nem ismerjük (Babbie, 1995). A kvalitatív kutatáson belül egyre gazdagabb a különböző megközelítések, paradigmák kialakulása (részletesen lásd: Guba és Lincoln, 1998), párhuzamosan a megérteni-megmagyarázni kívánt jelenségek sokasodásával.

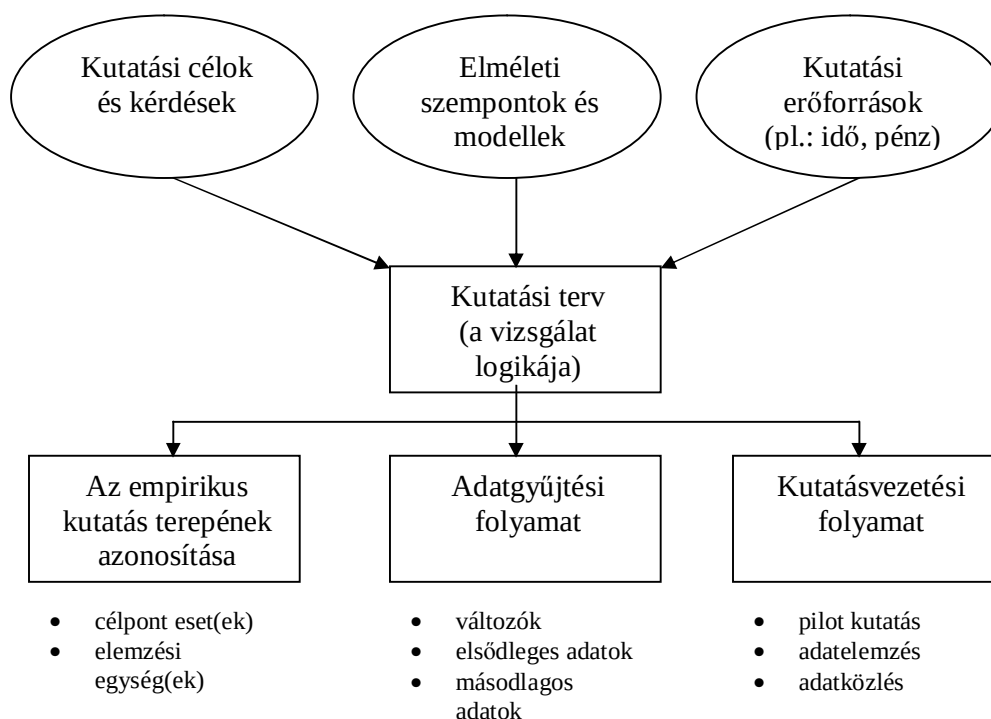
8. táblázat: A kvalitatív és a kvantitatív kutatási megközelítés összehasonlítása

Kérdés	Kvantitatív	Kvalitatív
Milyen a valóság?	Objektív, szinguláris, a kutatótól elválasztható	Szubjektív, többszempontú, a résztvevőktől függően
Milyen a kutató és a kutatás tárgyának viszonya?	A kutató független	A kutató interakcióban van a kutatás tárgyával
Mi az értékek szerepe?	Értéksemleges és torzítatlan	Értékvezérelt és torzított
Milyen a kutatás nyelvezete?	Formális, definíciókon alapuló, személytelen, számszerű	Informális, döntéseket felvető, személyes, kvalitatív szavak
Milyen a kutatás folyamata?	Deduktív, ok-okozati összefüggéseket vizsgál Statikus (a kategóriák előre meghatározottak) Kontextus-független Általánosítások, előrejelzések, magyarázat és megértés Pontos és megbízható az érvényesség következtében	Induktív, több szimultán tényező hat egyszerre Formálódó kutatás (a kategóriák a kutatási folyamatban alakulnak ki) Kontextus-függő Az elméletek a megértés szolgálatában Pontosság és megbízhatóság verifikáció révén

Forrás: Creswell, 1994, 5. old. alapján

A kutatási tervet meghatározó tényezőket tünteti fel az alábbi ábra. Az előző fejezetben definiáltam a kutatási kérdésre épült vizsgálati modellt, ebben a fejezetben a fennmaradó elemeket, vagyis a kutatási erőforrásokat tárom fel, és a kutatáshoz kapcsolódó feladatokat gyűjtöm össze.

9. ábra: A kutatási terv elemei



Forrás: Yin, 1993, 110. old.

Végigtekintve a kutatási folyamatot először a kutatási terepet azonosítom, majd leírom az adatgyűjtési módszereket, azután szót ejtek az adatelemzés és a megállapítások közlésének mikéntjéről, végül reflektálok a kutatás változási irányaira és bemutatom a kontextuális tényezőket is.

4.1. Kvalitatív és kvantitatív megközelítés

A kutatási kérdés szempontjából két probléma merült fel a kutatási módszer meghatározásával kapcsolatban.

1. Azt, hogyan történik a szinergiák realizálása a felvásárlásokat követően, a kérdés jellegéből adódóan esettanulmány módszerrel célszerű vizsgálni (Yin, 1989). Az esettanulmány azonban az érvényesség és általánosíthatóság kritériumainak csak bizonyos feltételek mellett tesz eleget; több esettanulmányt, illetve longitudinális kutatást kellene elvégezni (Huber és Van de Ven, 1995). Ezzel szemben a kutatásnak mind időbeli, mind pénzügyi és személyi erőforrásbeli korlátai vannak, amelyek nem teszik lehetővé a több évig tartó, több esetre kiterjedő longitudinális vizsgálatot.
2. A kizárólag kérdőíves felmérésre alapozott kutatás csak korlátozottan képes olyan kérdésekkel operálni, amelyek fényt derítenek a szinergia vezetési aspektusaira. A nagy mintaelemszámú adatbázisból nyert adatok elemzése megfelelő lenne a vizsgálandó populáció (hazai, összeolvadásban érintett vállalatok) jellemzésére, továbbá ok-okozati összefüggések feltárására egyes vezetési eszközök, érintett erőforrások és a teljesítmény (sikeresség) között (lásd például: Child, Pitkethly és Faulkner, 1999; Hitt, Harrison, Ireland, és Best, 1998). Azonban ily módon nem lehet a tudásalapú szinergiák és a realizálásukban szerepet játszó szervezeti tanulási folyamatok működési mechanizmusait megvizsgálni.

A fenti problémák kiküszöbölésének útja, ha kombináljuk a kvalitatív, esettanulmány elemzésen alapuló és a kvantitatív, kérdőíves felmérésen alapuló módszereket. Az erőforrás-korlátok miatt néhány eset alapos elemzésére van lehetőség, ezért nagyon körültekintően választottam ki a vizsgálandó eseteket (a kiválasztási szempontokat lásd később). A longitudinális esettanulmányok a változások tettenérésénél, az időbeli folyamatok vizsgálatánál hasznosak (Pettigrew, 1990; Bouma és Atkinson, 1995). Jelen esetben a szinergiák realizálási folyamatát, amely a szervezeti kultúra szintjén több évet vesz igénybe, nem minden esetben tudjuk végigkövetni, ezért az időbeliséget a folyamatban visszafelé tekintéssel, retrospektív elemzéssel érzékeltettem (Glick, Huber, Miller, Doty és Sutcliffe, 1990). Ezt kiegészítendő, a kérdőív összeállításánál az

esettanulmány révén nem megbízhatóan kutatható elemeket állítottuk a középpontba (mi és hogyan befolyásolja a fúziók teljesítményét).

A kétféle módszertan keverésének előnyei a trianguláció fontosságán túl a következők (Creswell, 1994, 175. old.):

- *Komplementaritás*: a vizsgált jelenség különböző, egymással átfedő és egymást kiegészítő részletei merülnek fel. Az összeolvadási folyamat egésze áll a kutatás fókuszpontjában, melynek során a szinergia realizálással, szinergia típusokkal és az érintett erőforrásokkal kapcsolatos elemek hangsúlyosak mindkét módszertanban. A komplementaritás itt úgy jelenik meg, hogy a kérdőív segítségével kiegészíthetjük a belső, szervezeti folyamatokról szerzett információkat a teljesítmény változásáról, a stakeholderek szerepéről nyert adatokkal.
- *Fokozatosság*: az elsőként alkalmazott módszer segíti a másodikat. Jelen esetben a kérdőíves felmérés eredményei érkeztek meg később, és a kérdőív adatainak interpretálásakor segített, hogy az esettanulmányok révén már több szinergia realizálási folyamatot tekintettem át.
- *Ötletek*: ellentmondások, esetleg újabb perspektívák felmerülése termékenyítőleg hat a jövőbeli kutatásra. A két típusú módszer közötti szinergiahatások eredményeképpen a kiindulási modellt javítani lehet, új, további kutatást ösztönző kérdések merülhetnek fel.
- *Kiterjedtség*: a módszerek keverése révén átfogóbb képet nyerhetünk. A kérdőív révén az esettanulmány általánosíthatóságának problematikája kerülhet kiegyensúlyozásra, és a kontextus hatása is egyértelműbb. A kérdőív a hazai, összeolvadásban érintett vállalatok populációját segít jobban megismerni.

A kvalitatív és kvantitatív „kevert” módszertannal való kutatásnak számos példáját találhatjuk a stratégiai menedzsment területén (Downey és Ireland, 1979; Child, Pitkethly és Faulkner, 1999; Buzády, 2000). A különböző forrásokból származó adatokat Mason (1994) szerint a következő lépéseken keresztül célszerű áttekinteni:

1. *Az adat tartalma*: Mit és mit *nem* mondanak az adatok?
2. *Az állítás ereje*: Milyen meggyőzőek az adatok alapján leszűrt megállapítások? Hogyan lehet a legerősebb állításokat megfogalmazni az adatok felhasználásával?

-
3. *Adatok integrációja*: Milyen hasonló témakörök és kapcsolódási pontok vannak?
Rávilágítanak-e egy adott problémára többféle szemszögből?

A következőkben először azt nézzük végig, hogy a fentiek alapján a kutatás kvalitatív, esettanulmány részében milyen szempontokat vettem figyelembe, és hogyan történt az adatgyűjtés, majd a kérdőív szerkezetéről, elemzési kérdéseiről lesz szó.

4.2. Az esettanulmány módszer alkalmazása

4.2.1. Esettanulmány kiválasztási szempontok

A részletesen vizsgálandó eset kiválasztásakor nem a véletlenszerű mintavétel, hanem elméleti szempontból érdekes eset megtalálása az elsődleges (Eisenhardt, 1989). Ez az ún. theoretical sampling, melynek alapjai a „grounded theory” megközelítésben, vagyis az elméletépítő kutatásban (vö. elmélet tesztelés) rejlenek (Glaser és Strauss, 1967; Strauss és Corbin, 1990).

A 9. táblázatban összefoglaltam azokat a kiválasztási szempontokat, amelyeket alkalmazni fogok. Iparági szinten azt a megkötetést alkalmazom, hogy kizárom a turbulens változásokkal jellemezhető iparágakat. Erre azért van szükség, mert az erőforrás-alapú megközelítés korlátozottan alkalmazható turbulens környezetben (Porter, 1991). Többféle felvásárlási típust vizsgállok, hogy minél többféle szinergiatípus megjelenhessen a kutatásban. Másik szempont, hogy az ügylet jellegét tekintve barátságos, közös megegyezésen alapuló ügylet legyen, mivel ekkor a felek együttműködési hajlandósága is nagyobb, és ez a feltétele a szinergiák realizálásának.

A szervezeti jellemzők közül szoros megkötetést csak a szervezeti méretnél tettem, a mikrovállalkozások ugyanis nem képezik a kutatás tárgyát. Az elérhetőséget, hozzáférést célozza a többi kikötés, mely nélkül az esettanulmány nem elkészíthető.

Az integrációs folyamattal kapcsolatban először is időbeli lehatárolásra volt szükség, mivel egy bizonyos időnek el kell telnie a bejelentést követően, hogy a szinergia realizálás meginduljon és érdemben vizsgálható legyen. A retrospektív szakasz sem nyúlhat vissza túl távoli időszakra sem, mivel ez esetben az adatok nem pontosak, az akkori szereplők kevésbé elérhetőek, ami hiányosságokat és torzítást visz az

eredményekbe. A kutatásban kizárólag a stratégiai befektetésekre összpontosítok, mivel ez befolyásolja a vezetői aktivitást, és az alkalmazandó integrációs megközelítés módját (Haspeslagh és Jemison, 1991). A pénzügyi befektetők inkább rövidtávon gondolkodnak, míg a stratégiai befektetők hosszú távon, ami a szinergiák kiaknázására és ezáltal az eredményességre hat (Healy, Palapu, és Ruback, 1997).

A szinergiatípusok közül a tudásalapú szinergiákra fordított kiemelt figyelem indokolja, hogy a pusztán méretgazdaságossági előnyökkel járó, termelő kapacitásokat és/vagy piacokat megvásárló, de tudásátadással nem járó ügyletek nem képezik a vizsgálat tárgyát.

9. táblázat: Az esettanulmány alapjául szolgáló vállalatok kiválasztási szempontjai

Kontextuális tényezők
• Az iparági változások üteme nem szélsőségesen nagy.
• A felvásárlás több típusa vizsgálható legyen.
• Az ügylet nem ellenséges felvásárlás eredménye.
Szervezeti jellemzők
• 10 főnél többet foglalkoztató cégek összeolvadása.
• Az összeolvadt cég Magyarországon bejegyzett.
• A meghatározó döntéshozók, kulcsemberek elérhetőek.
• Van együttműködési hajlandóság a kutatásban.
Az integrációs folyamat jellemzői
• Az összeolvadás bejelentése óta maximum 5 év, minimum 1 év telt el.
• Az összeolvadást stratégiai szempontok motiválták (nem a pénzügyi befektetés).
• A vezetők aktívan vettek részt a folyamatban.
A vizsgálható szinergiák
• A folyamatban több szinergiatípus vizsgálható.
• Jelentősek a tudásalapú szinergiák.
• Tanulási folyamat játszódik le az integráció során.

A fenti szempontoknak megfelelő esetet kiválasztva lehetővé válik az integrációs folyamat alapos elemzése, és a szinergiamenedzsmentet befolyásoló tényezők feltárása.

Jellegét tekintve *magyarázó* (explanatory) esettanulmány megírására kínálkozik lehetőség, amely ok-okozati összefüggéseket vizsgál, feltárva az adott hatást kiváltó tényezőket (Yin, 1993). Ebben az esetben több elméleti irányvonal vizsgálatára, a megállapítások ütköztetésére is lehetőség kínálkozik.

Elemzési egységként az összeolvadt cégben lejátszódó integrációs folyamat szolgál. A folyamat kezdete az összeolvadás bejelentése, ennél a pontnál már rendelkezésre áll az összeolvadást megelőző elemzések eredményeképpen a vállalatok által (el)várt szinergia potenciál. Az integrációs folyamatot akkor tekintjük lezártnak, ha vagy a vállalat deklarálta már lezárta azt, vagy ha a kezdeti célkitűzéseket sikerült elérni. Ez a megközelítés nem veszi figyelembe, hogy számos összeolvadás esetében a teljes szervezeti-kulturális integráció több évet vesz igénybe (Buono és Bowditch, 1989), de a kiválasztási szempontoknál megjelölt egy éves periódus már alkalmas arra, hogy mindenféle típusú szinergiák realizálódását górcső alá vegyük.

4.2.2. Az esetek kiválasztása

Már a kutatás tervezésekor kulcsfontosságúnak tartottam, hogy több esetet is alaposan megvizsgálva lehessen a következtetéseket levonni. Akkor azonban még nem tudtam, hogy váratlan események fogják nehezíteni az esettanulmányok megírását. A kiválasztási szempontok alapján (9. táblázat) olyan eseteket kerestem, amelyek megfelelnek ezen kritériumoknak, de különböznek az összeolvadás vagy felvásárlás szorosságát tekintve. Végül három esetet választottam, melyek a horizontális, vertikális, és konglomerát típusú felvásárlásokat illusztrálhatják. A hipotézisek miatt is arra törekedtem, hogy külön megjelenjenek a kapcsolódó és a nem kapcsolódó típusú felvásárlások.

Az esetek specifikálását bonyolította, hogy nem állt rendelkezésre egyetlen olyan lista vagy nyilvántartás sem, ami teljeskörűen tartalmazza a hazánkban lezajlott felvásárlásokat és fúziókat. Néhány tanácsadó cég (PriceWaterhouseCoopers, Ernst&Young), valamint a Gazdaságkutató Rt. végzett adatgyűjtést a hazai esetek feltérképezése céljából, de nem tudtak minden esetet regisztrálni, a hazai felvásárlási piac méretére vonatkozóan is csak becslésekre hagyatkozhatunk. Ezért azokra az ügyletekre fókuszáltam, amelyeket a Gazdasági Versenyhivatal (GVH) megvizsgált. A

Versenytanács határozatai ugyanis nyilvánosan hozzáférhetők a GVH honlapján, ezért ezen információk alapján össze tudtam állítani éves bontásban (1998 és 2003 között) a GVH által vizsgált esetek listáját. Ez a lista tartalmazza azon ügyleteket is, amelyek ugyan nem Magyarországon történtek, de hatással vannak a hazai piaci viszonyokra, és ezért a GVH vizsgálati hatáskörébe tartoznak. 1998 és 2003 első féléve között 231 esetet találtam, bár ezek egy része külföldi ügylet volt (az esetek listáját lásd a 3. mellékletben). Az így összeállt vállalati kör megfelelő kiindulási segítséget jelentett, de információt kellett arról is szerezni, hogy milyen szoros integráció történt az egyes esetekben. Ezért további szűkítésként azon eseteket tekintettem át, melyek nagyobb méretűk, jelentőségük okán szélesebb publicitást kaptak. Így fordult figyelmem két kapcsolódó típusú ügyletre: a MOL-Slovnaft és a K&H és ABN Amro egyesülésre.

A bankszektor konszolidációs folyamatáról olvasva (Figyelő Top 200, 2000) a *K&H és ABN Amro* történetét a *horizontális* fúzió főként méretgazdaságossági előnyöket lehetővé tevő kategóriájába soroltam, ahol az integráció foka a legszorosabb a három felvásárlás típus közül. Ez az eset azért is különösen izgalmasnak ígérkezett, mivel két veszteséges cég kombinációja révén (vö.: Hewlett-Packard és Compaq egyesülés) akartak vezető szerepre törni, továbbá a hazai bankszektor eddigi legnagyobb fúziós projektjét elemezhetjük. A kutatás rövid összefoglalójával felkerestem a K&H bank jogi igazgatóját, aki segítőkészen vállalta, hogy megpróbál felső vezetői jóváhagyást szerezni a kutatásomhoz. Pár nappal azelőtt, hogy a kutatás vezetői összefoglalójára a vezérigazgató rábólinthatott volna, kitört a K&H brókercéggel kapcsolatos botrány, és a vezérigazgató lemondott. A kutatási tervvel így már nem tudtam kihez fordulni, és a krízishelyzet miatt elfoglalt vezetőknek valószínűleg nemigen lett volna idejük a velem való megbeszélésekre. Az idő közben haladt, ezért úgy döntöttem, hogy nem hagyom veszni eddigi adatgyűjtésemet az esetről. Számos publikáció, elemzés és több empirikus vizsgálattal, interjúkkal alátámasztott diplomadolgozat született az összeolvadásról, amelyek alapján a fő események jól nyomonkövethetők. Ezért ebben az esetben azt választottam, hogy ezekre a széleskörű adatokra építve fogom az esetleírást elkészíteni. A fúzió eredményeinek értékelésében a sajtóközlemények, nyilatkozatok jelentettek támpontot. Az eset alapján kirajzolódó kép értelmezésekor azonban figyelembe vettem, hogy az információk publikálásukkor bizonyára szűrésen estek át (a nyilatkozatokban, cikkekben egyaránt).

A *MOL és Slovnaft* esetének megírása jóval szerencsésebben alakult, mivel az integrációt levezénylő szervezeti egység első számú vezetőjével sikerült interjút készítenem, aki egyben a Slovnaft igazgatóságának tagja is. Az első interjút követően határoltam le a vizsgálati időhorizontot a 2003 augusztusáig terjedő időszakra, mivel a teljesen integrált működés 2004. január 1-jétől kezdődik el, ezért azt még nem lehet elemezni. A MOL egy *vertikálisan* integrált olajipari vállalat, a Slovnaft ezen vertikumnak csak egyes részein (finomítás, értékesítés) tevékenykedett, ezenkívül a Slovnaft műanyagipari kapacitásokkal is rendelkezett, amivel a MOL nem (csak később, a TVK-ban történt tulajdonszerzése révén), ezért ez is az iparági vertikum mentén történő elmozdulást jelentett. A MOL és Slovnaft esetet választhattam ki a második kapcsolódó típus, a vertikális összeolvadás elemzésére. Az eset jelentőségét mutatja, hogy 2000-ben a hazai tőkeexport meghatározó részét képezte ezen egyetlen ügylet.

A harmadik típus, a nem kapcsolódó, *konglomerát* típusú felvásárlás több esetben is megvalósulhat. Stratégiai befektetők esetében elsősorban akkor gyakori, ha a felvásárló egy számára új üzleti területre akar belépni, ezért tapogatózás és tanulás céljából felvásárol a céliparágban működő vállalatot (vö: prezervációs megközelítés). Pénzügyi befektetők esetében az iparág vonzósága és a célvállalat teljesítménye együttesen meghatározó (vö: holding). A választott eset – *a Wallis Rt. és az Elender* felvásárlása – a stratégiai és a pénzügyi befektetés határvonalán mozog. Az eset Magyarország legnagyobb magántulajdonban lévő vállalatcsoportjának (vagyis konglomerátumának) informatikai üzletágba történő bevásárlását tárja fel, és nem foglalkozik a Wallis Rt. más befektetéseivel. A Wallis Rt. már meglévő cége, a Webigen Rt. megerősítése céljából vásárolta fel az Elender Rt.-t, a helyzet érdekessége, hogy a Webigen Rt. eredetileg az Elenderből vált ki. A konglomerát típus jegyei mellett tehát horizontális elemek is megjelennek az esetben a két leányvállalat egybeolvasztása kapcsán.

4.2.3. Adatok gyűjtése

Az adatgyűjtési szakasz döntő abból a szempontból, hogy az eset megbízható-e (azaz, az adatgyűjtés megismétlése esetén ugyanazok az eredmények születnek-e), és

megfelelően méri-e a tanulmányozott fogalmakat (Yin, 1989). Ennek elérése érdekében Yin (1989) szerint több forrásból származó adatokat kell összegyűjteni.

A kutatás során a trianguláció módszerét alkalmaztam, ami a több, független forrásból származó adatgyűjtés és az adatok többszemponútú elemzése révén biztosítja az adott módszerből fakadó korlátozó tényezők, torzítások kiküszöbölését (Berg, 1998; Bell, 1993). A trianguláció kettősen jelenik meg a dolgozatban. Egyrészt, az esettanulmányon belül, az esethez szolgáló adatok többféle technikával való gyűjtése és elemzése kapcsán, másrészt a teljes kutatásra vonatkozóan, hiszen az esettanulmány, a kérdőíves felmérés és a szakirodalmi és egyéb adatforrások (pl. korábbi hazai kutatási eredmények) biztosítják a triangulációt.

A *kutatói szerep* kvalitatív kutatások esetén magában hordozza az értékek, szubjektivitás torzító hatását (Creswell, 1994). Mivel a vizsgálat tárgya, a szinergia megítélése is értékek, egyéni nézőpontok által befolyásolt, ezért különösen lényeges nemcsak az adatok minél több forrásból való gyűjtése, hanem az adatok elemzésénél az objektív szempontok előtérbe helyezése.

A következő adatgyűjtési módszereket alkalmaztam az esettanulmány elkészítése során:

1. Interjúkészítés

Az interjúalanyok kiválasztásánál a folyamatban fontos szerepet játszó vezetőket pozíciójuk alapján kerestem meg. Az integrációs folyamatban, a stratégia kialakításában, a vezetésben, döntéshozatalban kulcsszerepet játszó személyeket sikerült elérni a bankszektorban játszó eset kivételével.

A megkérdezést interjúvázlat alapján folytattam le (az interjúzásról lásd: Seidman, 1998; Berg, 1998), az interjúvázlat alapjául Haspeslagh és Jemison (1991) kutatásában használt kérdések, valamint Child professzor által rendelkezésre bocsátott, és az akvizíció utáni vezetési kérdéseket feltáró kutatásában használt (Child, Pitkethly, és Faulkner, 1999) interjúvázlat szolgált, kiegészítve ezen kutatás kérdésfeltevése szempontjából releváns kérdésekkel. Az interjú által érintett főbb témakörök a következők voltak (az interjúvázlatot lásd az 1. mellékletben):

- Az összeolvadás folyamata, kulcsszereplői, kontextusa

-
- Motiváló tényezők az összeolvadásra, stratégia
 - Erőforrások értékelése, a szinergia potenciál forrásai
 - Az integráció vezetése, segítő és gátló tényezők
 - A fúzió értékelése a realizált szinergiák tükrében

Az interjúalanyokat ezzel a vázlattal kerestem fel, és általában két alkalommal nyílt mód végigbeszélni az eseményeket. A második alkalommal egyúttal azt is ellenőriztem, helyesen értelmeztem-e az interjúalany által elmondott eseményeket, és így megerősítést és további kiegészítéseket kaptam az eset jobb megértéséhez.

- *MOL és Slovnaft eset:* Dr. Dénes Ferenc, a Slovnaft Portfolio Management vezetője, a Slovnaft igazgatóságának tagja, akivel 2003 júliusában két alkalommal készítettem másfél órás interjút; Várady Sándor, a Slovnaft Portfolio Management szakértője, aki az egész folyamatnál jelen volt, vele 2003 augusztusában beszélgettem, és tőle kaptam a részletes üzleti beszámolókat, jelentéseket a Slovnaft-ról. A MOL-Slovnaft esetben lefolytatott vezetői interjúk Budapesten történtek, nem állt módomban Slovnaft-os vezetőkkel beszélni, ezért a felvásárló szemszögéből tudom az esetet bemutatni. Ez korlátozza ugyan az integráció teljeskörű elemzését, azonban nem akadályozza meg, hogy értékelhessem a MOL által követett szinergiamenedzsment gyakorlatot.
- *Wallis és Elender eset:* Ormosy Gábor, az Elender Rt. gazdasági vezérigazgató-helyettese (korábban a Webigen Rt. gazdasági vezetője), 2003 decemberében két alkalommal folytattunk egy-másfél órás megbeszélést. A Wallis-Elender esetben az a szerencsés eset állt elő, hogy interjúalanyom mindkét oldal szempontjait meg tudta világítani, mivel a Wallis Rt.-től került át az Elender gazdasági vezérigazgató-helyettesi székébe.

Az interjúkról készült interjúösszefoglalót használtam az eset megírásakor vezérfonalként, ezeket az információkat a sajtóból és internetes forrásokból szerzett adatokkal egészítettem ki. Az eset megírásakor a másodlagos forrásból származó információkat mindig lehivatkoztam, a külön nem jelölt részek az interjúk alapján készültek.

2. Vállalati dokumentumok gyűjtése

A vállalati dokumentumok közé az éves jelentések, beszámolók, feljegyzések, hírlevelek, szervezeti ábrák, belső újság, pénzügyi és számviteli adatok tartoznak. A dokumentumok jelentősége, hogy az összeolvadás eredményességéről nyújtanak objektív információt, ezenkívül betekintést engednek az összeolvadás kommunikációjába, és a fúzió szervezetre gyakorolt hatására. Részletes vállalati dokumentumokat, igazgatósági előkészítő anyagokat és prezentációkat a MOL Rt.-től kaptam, a másik két esetben ilyen információk beszerzésére nem volt mód.

3. A sajtóban, Interneten elérhető információk gyűjtése

A nyomtatott sajtó és Internetes források segítségével újabb adatok nyerhetők az integrációs folyamat eredményességéről, megítéléséről, az ügylet és a stratégia kommunikációjáról. A sajtóból az iparági ismereteket is kiegészíthetjük, valamint – korlátozottan ugyan –, de kiderülnek a versenytársak és fogyasztók reakciói. A kutatás során a vezető hazai gazdasági lapokat néztem át, amelyekben a vizsgált ügyleteket kommentáló és elemző cikkeket találtam. Különösen a K&H és ABN Amro esetről fordítottam nagy gondot a minél szélesebb információgyűjtésre (az esetleíráshoz több mint 50 forrást használtam fel), és az Interneten keresztül az anyacégek honlapjairól is szereztem releváns információkat. A felhasznált anyagok külön irodalomjegyzékbe rendezve a dolgozat végén található.

Az esettanulmányok megírásánál alkalmazott adatgyűjtési módokat foglalja össze az alábbi táblázat:

10. táblázat: Az esettanulmányok elkészítésekor alkalmazott adatgyűjtési módszerek

Adatgyűjtési módszer	MOL-Slovnaft	K&H-ABN Amro	Wallis-Elender
Vezetői interjúk	ü	û	ü
Sajtófigyelés	ü	ü	ü
Internetes keresés	ü	ü	ü
Vállalati dokumentumok	ü	û	û

Mindhárom esetben számolnom kellett tehát korlátozó tényezőkkel az elemzésben, ezekre a következtetések levonásakor külön figyelmet fordítottam, mivel a magyarázó,

ok-okozati összefüggéseket vizsgáló esettanulmányok során a belső érvényesség (internal validity), azaz valós összefüggések felállítása függ az adatelemzési technikáktól (Yin, 1989). A kvalitatív módszerekkel nyert megállapítások megbízhatóságát növeli, ha többszörös ellenőrzést hajunk végre az informátorok segítségével, melynek eszköze jelen esetben a kérdések többszöri átbeszélése, az elkészült vázlat áttekintése volt. Az esettanulmányok mellett a következtetések levonásakor a kérdőíves felmérés révén nyert adatokat is felhasználtam további ellenőrzés és összevetés céljából.

4.3. Kvantitatív eszközök

Hazai felvásárlások és összeolvadások kérdőíves vizsgálatát végezte el a GKI Gazdaságkutató Rt. és az Ernst & Young (2001), ahol a fő témakör a felvásárlást motiváló tényezők azonosítása jelentette. A kutatás eredményei szerint a hazai piacon elsősorban a piaci részesedés növelése játssza a meghatározó szerepet (Sulok, 2001). A kutatás érintette az összeolvadások problematikus területeit, melyek közül a jogi és humán problémák emelkedtek ki. A problémák okairól és kezelésük módjairól azonban ez a felmérés nem adhatott támpontot.

A „Merger and Acquisition Strategies in Central and Eastern Europe” (MASEE) projekt keretén belül lehetőség nyílt átfogó kérdőíves felmérés lefolytatására. A kutatás középpontjában a külföldi befektetők által választott belépési módok (zöldmezős beruházás, „barnamezős” beruházás, felvásárlás), és az azokat befolyásoló tényezők állnak (helyi és vállalat-specifikus erőforrások, gazdasági viszonyok) (Meyer, Mygind, Jensen, Ohnemus és Estrin, 2001). A MASEE projekt kiterjed Magyarországra, Lengyelországra és Litvániára, míg egy ehhez kapcsolódó kutatás az Indiában, Egyiptomban, Dél-Afrikában és Vietnamban végrehajtott tőkebefektetésekkel foglalkozik.

A MASEE projekt kifejezetten a felvásárlások során történő erőforrás-transzfert vizsgálja, és a felvásárlási folyamatot helyezi középpontba. Az adatgyűjtés esettanulmányok és kérdőíves felmérés alapján történik.

A megkérdezni kívánt populációba a következő jellemzőkkel bíró vállalatok tartoznak:

- 10 főnél többet foglalkoztató
- Magyarországon bejegyzett vállalkozás
- Minimum 10%-ban külföldi tulajdonossal rendelkezik.

A nemzetközi kutatásban használt kérdőívhez egy kiegészítő kérdőív került, ami kifejezetten a felvásárlásokra és részleges felvásárlásokra vonatkozik. A kiegészítő kérdőív rész megszerkesztése előtt tanulmányoztam a szakirodalomban elérhető, fuzionált vállalatoknak szóló kérdőíveket. Ezek eltérő központi kérdést vizsgáltak, pl. az emberi erőforrás menedzsment változása (Gut-Villa, 1997); iparági sajátosságok (textilipar: Schallenberg, 1995; technológia intenzív iparágak: Süverkrüp, 1992; Capron és Mitchell, 1998); sikeresség (Bamberger, 1994; Capron, 1999; Capron, Dussauge, és Mitchell, 1998; Child, Pitkethly, és Faulkner, 1999; GKI – Ernst & Young, 2001). Az így nyert információk támogatták a kutatás céljainak legmegfelelőbb kérdőív kialakítását.

A jelen kutatáshoz is felhasznált kérdőív kifejlesztése interaktív folyamatként zajlott a projekt vezetőjének irányításával. Amint azt megfogalmaztuk, kérdőívünk koherenciáját és érvényességét növeli, ha más kutatásokban már sikerrel alkalmazott, tesztelt kérdéseket is beemelünk a kérdőívbe. Az akvizíció történetére vonatkozó általános információkon (1., 2. kérdés), és a tárgyalás körülményein (5., 6. kérdés) túl az erőforrás-transzferrel kapcsolatos kérdések kerültek középpontba (4., 7., 8. kérdés), melyeket a Capron és kutatótársai által használt kérdőívből vettünk át (Capron, Dussauge, és Mitchell, 1998). Kontroll kérdésként a vállalatok kapcsolódási fokát mérő, Capron (1999) által javasolt kérdéscsoport (3. kérdés) szolgált. A kiegészítő kérdőív szerkesztésekor figyelembe veendő tényező volt, hogy a MASEE kutatás vezér kérdőívéhez illeszkedjenek a kérdések, ezért külön a felvásárlást motiváló tényezőkre nem kérdeztünk rá ezen a helyen is. De a fő kérdőívhez való kapcsolódás területi korlátokat is jelentett, a kiegészítő kérdőív hosszát két oldalban maximáltuk. Végezetül, fontosnak tartottuk, hogy a teljesítményre gyakorolt hatást több változó is mérje (9. kérdés).

A kérdőív kérdései között többféle összefüggést vizsgálhatunk (*-gal jelölve a jelen kutatás számára legfontosabbakat):

11. táblázat: Az összefüggések kérdőíves vizsgálata

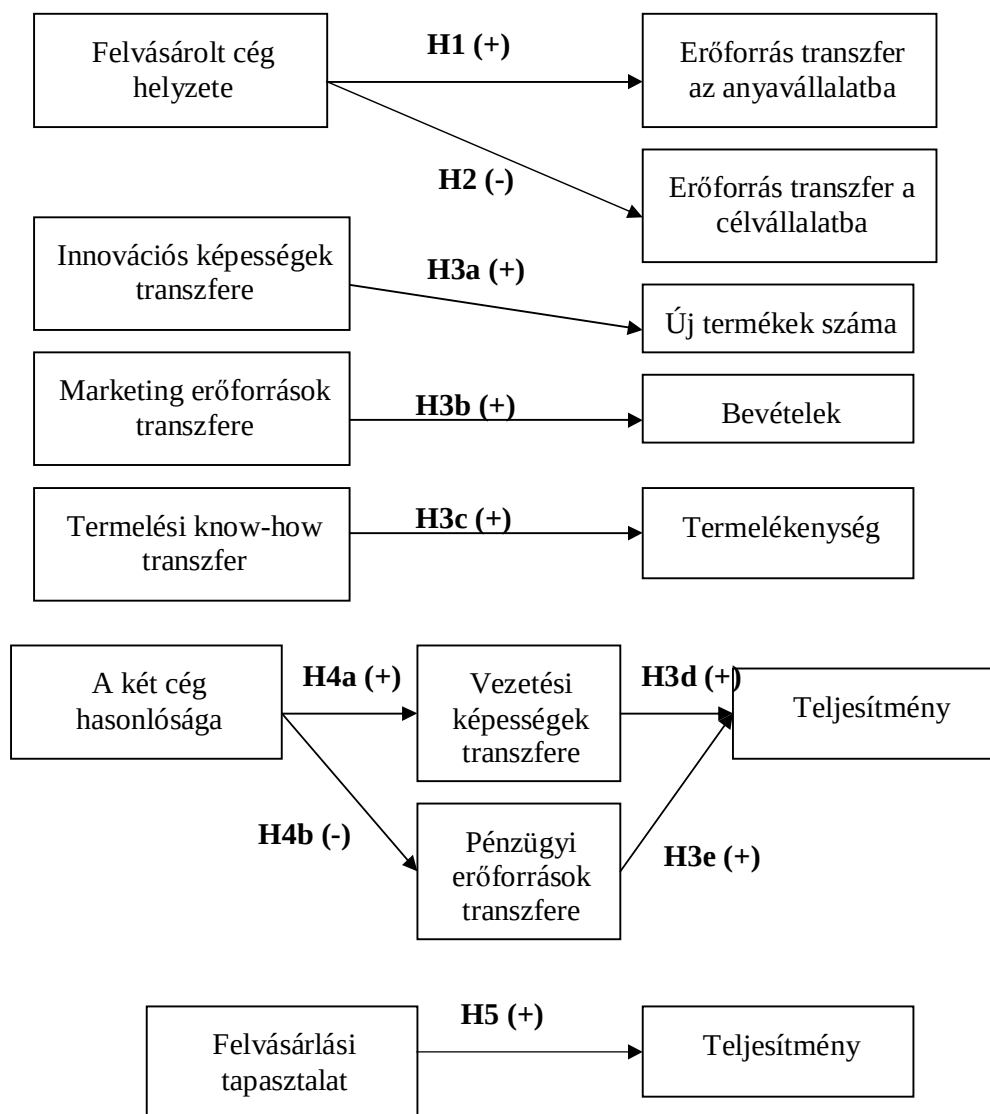
Összefüggés	A kérdőív kérdései
A felvásárlási tapasztalat és a fúzió teljesítménye	1. és 9.
A felvásárlási tapasztalat és a folyamat időtartama	1. és 2.; 1. és 6.
A folyamat kezdetétől eltelt idő és a fúzió teljesítménye	2. és 9.
A kapcsolódás szorossága és a fúzió teljesítménye*	3. és 9.
A kapcsolódás szorossága és az erőforrás-transzfer típusa*	3. és 7-8.
Erőforrások típusa és az erőforrás-transzfer típusa*	4. és 7-8.
Erőforrások típusa és a fúzió teljesítménye*	4. és 9.
Tárgyalások fő befolyásolói és a tárgyalások időtartama	5. és 6.
Tárgyalások elhúzódása és a fúzió teljesítménye	5. és 9.

A fúzió teljesítményét több változó is méri, részletesen az alábbi teljesítmény indikátorok változására rákérdezve:

- termelékenység
- jövedelmezőség
- bevételek növekedése
- hazai piaci részesedés
- új termékek fejlesztése

A változók közötti összefüggéseket az alábbiakban ábrázoltam (10. ábra), feltüntetve a kulcsváltozók közötti ok-okozati kapcsolatot és irányát, jelölve, hogy melyik hipotézis vizsgálja a kérdéses összefüggést.

10. ábra: A változók közötti összefüggések



Látható, hogy a hipotézisek két változó közötti kapcsolat irányát és szorosságát mérik, ezért elsődlegesen korrelációk tesztelését kellett elvégezni. A hipotézisek egy részében csak egy függő és egy független változó volt, de a teljesítmény mérésére, a hasonlóságra, és a felvásárolt cég helyzetére több változó együttesen szolgált mutatóul. A többváltozós módszereket azonban körültekintően alkalmazni csak nagy mintaelemszám esetén lehetséges, ezért az elemzés során a korlátozó tényezőkre

fokozott figyelmet fordítottam. Végeredményben a kérdőívből nyert adatok alapján az egyes hipotéziseket az alábbi statisztikai eszközök segítségével teszteltem (lásd: Füstös, Meszéna és Simonné, 1986):

- Gyakorisági eloszlások elemzése
- Változók közötti korrelációk elemzése (a Pearson-féle korrelációs együttható révén)
- Keresztátlalók
- Főkomponens elemzés

A részletes statisztikai elemzési eredményeket az 5.2. fejezet tartalmazza, míg a következtetéseket a 6. fejezetben összegzem.

4.4. Reflexió a kutatási tervről

Az eredeti elképzeléseket a kutatás megvalósításáról több tényező is befolyásolta, melyek közül néhányat az adatgyűjtés leírásánál már megemlítettem, de szükségesnek tartom külön is összefoglalni a kutatást ért hatásokat.

A befolyásoló tényezők egyrészt gyakorlati problémákból, megvalósítási korlátokból, másrészt a tervezet védésénél és az előbírálatokban is megjelenő elméleti, kutatómódszertani javaslatokból származnak.

A tervezet védés javaslatainak hatása:

- A bíráló bizottság arra hívta fel a figyelmemet, hogy a szinergiák magyarázata csak korlátozottan lehetséges, mivel bonyolult, szervezeti, vezetési folyamatokba beágyazott jelenségről van szó, ezenkívül a teljesítménnyel való összefüggést a kontextuális tényezők is befolyásolják, és ezek hatásának kiszűrése nehezen megvalósítható.
- A vita során körvonalazódott az a megállapítás is, hogy a felvásárlásokat motiváló tényezők, azaz a felvásárlás deklarált céljai eltérhetnek a felvásárlás hátterében meghúzódó valós, de rejtett céloktól, amik csak korlátozottan tárhatók fel. Továbbá, egy adott, kinyilvánított célnak többféle interpretációja is lehetséges.

-
- A vizsgált problémakör komplexitása miatt a kutatás végrehajtása során felmerülhetnek újabb szempontok. A komplexitásból fakadnak az operacionalizálás nehézségei is.
 - A kutatás retrospektivitásából fakadóan mai szemmel másként láthatunk korábbi eseményeket, ez igaz az interjúalanyra és a kutatóra is.

Következésképpen, a fenti hatások az eredetileg tervezett módszertan hangsúlyeltolódását teszik szükségessé. A kérdőíves felmérés eredményei nem jelenthetnek biztos támpontot a kutatási kérdés megválaszolása szempontjából, mivel a magyarázat helyett a megértés-orientáltság kell hogy előtérbe kerüljön. A bizottság javaslatára ezért a kérdőíves felmérés eredményeit csak háttérként tekintettem, és az eredetileg elképzelt egyforma súlyozás helyett a kvalitatív irányultságot erősítettem. Az esettanulmány módszertan alkalmasabb a komplex, értéktelített, beágyazott jelenségek feltárására, megértésére, a szinergiák vizsgálata során ezért elsősorban erre a módszerre támaszkodtam. A vita résztvevői egy átfogó, mély esettanulmány írását tartották célszerűnek, mivel ez egy feltáró jellegű kutatás, hasonló fókuszú munka még nem készült, tehát az ilyen típusú kutatást már akkor is eredményesnek tekinthetjük, ha az összetett szinergia-keletkezési folyamat bizonyos elemeire fény derül.

A kutatás megvalósítását azonban a gyakorlati nehézségek tovább módosították:

- Nem sikerült bejutnom K&H Bankhoz, ezért más kutatási terepet kellett találni, ahol reálisan, a megadott időkereteken belül egy ilyen nagy horderejű kutatás elvégezhető.
- Tanszéki segítséget kérve sikerült kontaktszemélyt találni a MOL-nál, itt viszont a felvásárolt vállalat kulcsemberei nem voltak elérhetők, a szlovákiai kutatás nem volt megvalósítható időbeli és anyagi korlátok miatt. Ez azt jelenti, hogy csak a felvásárló szemszögéből lehet áttekinteni az eseményeket.
- A Wallis megkeresésére az előbbi nehézségek felbukkanása után került sor, közel a disszertáció végső leadási határidejéhez, ezért a Wallis által végrehajtott számos felvásárlás közül egy kisebb ügylet feltárására kerülhetett sor. Az már csak adalék, hogy közben a Wallis körül is változások történtek,

egyik legjelentősebb felvásárlásuk, a Hajdú-BÉT csődközeli helyzetbe került, ami a cégcsoport egész stratégiáját átgondolásra készítette.

- Közben a MASEE projekt kérdőívei is csak igen lassan áramlottak vissza, a válaszadási arány a kipoztázott kérdőíveknél az 5%-ot sem érte el, még a határidők meghosszabbításával sem. A helyzetet a kérdőívek kérdezőbiztosokkal történő lekérdezése javította, viszont ennek időigénye azt eredményezte, hogy a lekódolt adatok csak közvetlenül az értekezés leadási határideje előtt érkeztek be.

A gyakorlati problémák tehát nem tették lehetővé egy eset mély elemzését, ezért több oldalról megközelítve a szinergiákat úgy döntöttem, hogy több, de kevésbé intenzív esettanulmányt készítek, melyek lefedik a felvásárlások mindhárom típusát. A kérdőívek elemzésekor az alacsony mintaelemszám volt az elsődleges probléma, másrészt az időhiány. Ennek következtében csak a felvásárlásos részmintával foglalkoztam, és csak a felvásárlásokra vonatkozó változók közötti összefüggéseket elemeztem. A mintában azonban látok további lehetőségeket, hiszen elképzelhető még további adatok szerzése, illetve tervezem a kérdőív többi szekciójának kérdéseivel való összevetést. A legfontosabbnak az iparági hatásokat, és a befektetéseket motiváló tényezőket vizsgáló változókat tartom, és a jövőben a kutatást ez irányban kívánom folytatni.

Összességében, az eredeti kutatási tervektől elméleti és gyakorlati problémák miatt el kellett térnem, ezért a kutatási hipotéziseket is módosítottam, illetve más hangsúlyokat jelöltem ki az előbírálókat és a módszertani változások figyelembevételével. Úgy gondolom, hogy a kutatás relevanciáját mindezen változások nem csökkentették, sőt, további ösztönzést kaptam a kutatás jövőbeli irányultságát és szükségességét tekintve.

4.5. Kontextuális tényezők

A kutatási eredmények részletes tárgyalása előtt szükségesnek tartom a kontextuális tényezők feltárását, mivel ez segíti a szinergiák felvásárlási folyamatban történő realizálásának megértését. A kontextuális tényezők bemutatásakor a vezetőkre gyakorolt implikációkat emelem ki, mivel a folyamat vezetési kérdései állnak a kutatás középpontjában. A másik irány az erőforrások színvonalának kontextuális tényezőkkel

való összefüggésével kapcsolatos, mivel ez befolyásolja a felek közötti erőforrás transzfert. Harmadrészt, ez előzőekből is következően a kontextus és az erőforrás-alapú megközelítés érvényességéről lesz szó.

A közép-kelet európai átalakulást vizsgáló kutatásokban a vállalatok teljesítményét befolyásoló egyik tényezőként a vezetők (funkcionális és általános) vezetési képességeit, hozzáállását, tanulási képességeit emelik ki (Child és Czeglédy, 1996; Danis és Parkhe, 2002). A sajátos közép-kelet európai helyzetre vonatkoztatva a vállalatok átalakulási folyamatának és teljesítményének változásának vizsgálata áll a középpontban, méghozzá a korábban állami tulajdonú vállalatok privatizációja során, melyben a befektető vagy stratégiai partner külföldi cég. Ez egyrészt felveti egyéni szinten a magyar és nyugati vezetők stílusának és szokásainak, hiedelmeinek különbségét, másrészt a nemzeti kultúrák különbözőségéből eredő hatásokat (Markóczy, 2000). A vezetők különösen nehéz piaci helyzettel kénytelenek szembenézni az átalakulás után (korábbi megrendelők elvesztése, erős versenytársak megjelenése, intézményi környezet lassú változása, az állami szerepvállalás ártétkelődése, rossz infrastruktúra), amivel párhuzamosan a korábbi szocialista érából örökölt kedvezőtlen szervezeti tényezők is kifejtik gátló hatásukat (elavult belső struktúra, hatékonytalan termelési eszközök és eljárások, munkaerő-többlet) (Voszka, 1997; Hoskisson, Eden, Lau és Wright, 2000). A külföldi befektetők szerepe ezen vállalatok átstrukturálásában és teljesítményének javításában kimutatható eredményeket hozott az állami kézben maradó vállalatok teljesítményéhez viszonyítva (Whitley és Czaban, 1998). A vezetők tanulási képességeinek azért van jelentősége, mert a hazánkba küldött expatriótákkal együttműködve egymástól kell tanulniuk a közös munka során, a külföldieknek a magyar történelmi és kulturális sajátosságokat (Simon és Davies, 1996), míg a magyaroknak a vezetési stílust és technikákat (Lyles, Carter és Baird, 1996). A hatékony együttműködés feltétele a vegyes menedzsmentű szervezeteknél a külföldi partnerrel való nyílt kommunikáció, a közös elköteleződés a vállalat iránt, valamint a helyi szokások szem előtt tartása (Cyr, 1997). A külföldi partner számára a legkönnyebben, kultúra-függetlenül átadható tudás a vezetési rendszerek (teljesítménymérés, kontrolling, minőségbiztosítás) területén található, ezek jól megfogható és alkalmazható tudást jelentenek (Lyles és Salk, 1996), de adaptációjuk a helyi környezethez már nem lehetséges a helyi vezetők ismeretei nélkül

(Child és Czeglédy, 1996). A vezetési képességek transzferét az expatriótákon kívül képzések, kiküldetések, és technológiai know-how átadás támogatta, de a tudásátadás dominánsan egyirányú, a külföldi anyavállalatból kiinduló maradt, a nyugati partnerek nem voltak nyitottak a helyiektől való tanulásra (Danis és Parkhe, 2000). Ez utóbbi jelenséget „új paternalizmusnak” nevezzük, és gyökere a magyar vezetés tudása iránti bizalmatlanság, aminek az a következménye, hogy a stratégiai döntések a külföldi partner kezében maradtak (Markóczy, 1993). Ez az állapot azonban fokozatosan változik, újabb kutatások szerint az expatrióták elsősorban az általános vezetési képességek területén tanultak a helyi vezetőktől (Villinger, 1996). A szervezeti tanulás mellett azonban a régi, rossz beidegződések kiiktatása, elfelejtése (unlearning) is a hatékony átalakulás feltétele, ami vonatkozik az egész felső vezetésre (Uhlenbruck, Meyer és Hitt, 2003).

A vezetési képességek, és a szervezeti tanulásra való nyitottság tehát a teljesítményt kedvezően befolyásoló tényezők a poszt-szocialista vállalatok átalakításában. Az átalakításnak azonban egyéb erőforrás feltételei is vannak, melyek közül a pénzügyi pozíció az egyik kiemelt tényező a befektetési partner kiválasztásában mindkét fél részéről, vagyis a külföldi partner figyelembe veszi a célpont pénzügyi állapotát (Whitley és Czaban, 1998), illetve a közép-kelet európai cégek partnerválasztási szempontja a másik fél pénzügyi erőforrásainak értékelése (Hitt, Dacin, Levitas, Arregle és Borza, 2000). Ezt követi a felek egyéb erőforrásainak illeszkedése, melyből a stratégiai (iparági kapcsolódás szorossága, vertikálitás) és szervezeti (kontrol és ösztönzési rendszerek) illeszkedés a teljesítményt befolyásoló fő tényezők (Uhlenbruck és De Castro, 1998; 2000). A privatizációban résztvevő felvásárló cégek ezért inkább kapcsolódó felvásárlásokat kezdeményeztek (De Castro és Uhlenbruck, 1997).

A közép-kelet európai átalakulás stratégiai szempontú vizsgálatának szervezetelméleti háttere többoldalú. Egyrészt, az intézményi környezet meghatározó szerepe miatt az institucionalista elemzések relevánsak. Másrészt, a tranzakciókban résztvevő felek közötti problémákra (lásd: bizalmatlanság) a megbízó-ügynök elmélet nyújthat magyarázatot. Harmadrészt, az átalakuló cégek teljesítményének változását elemző kutatások, és a versenyelőnyt okozó tényezők feltárására irányuló törekvések bevonták az erőforrás-alapú megközelítést is a vizsgálatokba (Hoskisson, Eden, Lau és Wright,

2000). Az RBV alkalmazása különösen adekvát az átalakulási folyamat megértésében, mivel az erőforrások, kiemelten a dinamikus képességek jelentik a teljesítmény fő befolyásoló tényezőit, különös tekintettel a tanulási és vezetési képességekre (Uhlenbruck, Meyer és Hitt, 2003). Az RBV segít megvilágítani az útfüggőség bemutatása révén, hogy miért kell figyelembe venni a korábban állami tulajdonú vállalatok örökségét, és miért jelentős a nem megfogható, tudásalapú erőforrások vizsgálata.

Ez a kutatás kifejezetten az erőforrás-alapú megközelítésre támaszkodik, ami egyben korlátozza is a leszűrhető megállapításokat, hiszen az institucionalista, a tranzakciós költség elméleti szempontokat nem emeli ki külön. A továbblépési irány tehát ezen szempontok beemelése lehet, hasonlóan ahhoz a elméleti fejlődési folyamathoz, ahogyan az erőforrás-alapú megközelítés is változik a kritikák hatására, hiszen az RBV-ben is fokozatosan megjelennek az intézményi környezetet (Oliver, 1997) és a szervezeti tanulást (Grant, 1996) integráló kutatások.

5. Kutatási eredmények

Ebben a fejezetben a kutatás kvantitatív és kvalitatív eredményeit foglalom össze, az eredmények elemzését és kutatási modellel való összevetését, valamint a következtetéseket a 6. fejezet tartalmazza.

5.1. A kvalitatív kutatás eredményei

A három bemutatásra kerülő esettanulmány a három különböző felvásárlási típust illusztrálja, először a horizontális, azután a vertikális, végül a konglomerát típusú felvásárlásokról lesz szó. Mindhárom esettanulmányt azonos szerkezetben tárgyalom, kezdve a főbb szereplők bemutatásával, elemezve a felvásárlás vagy összeolvadás folyamatát, végül a szinergiamenedzsmentre összpontosítok. A három eset összehasonlító elemzésére ezt követően kerül majd sor.

5.1.1. *Veszteségből nyereséget: a K&H és az ABN Amro*

A hazai bankszektorban 1999-ben közel 40 piaci szereplő volt jelen, ami a piac méretéhez viszonyítva meglehetősen magas szám. Az iparág konszolidációja a kilencvenes évek végén vette kezdetét, melynek első markáns ügyleteként a Kereskedelmi és Hitelbank Rt. (K&H), és az ABN Amro (Magyar) Bank Rt. fúzióját tekinthetjük (Várhegyi, 2001). Annál is inkább, mivel ez az eset nem következménye volt a nemzetközi piacokon zajló összeolvadásoknak, hanem csak a két külföldi tulajdonos anyabank magyarországi leányvállalatait érintette. A fúzió bejelentésére 2000-ben került sor, az integrációs folyamat 2002 év végére (az informatikai rendszer átalakításának kivételével) csaknem teljeskörűen lezárult, ez az időszak képezi az eset vizsgálati időhorizontját, nem tárgyalva az egyesült bankot érintő 2003-ban kirobbant brókerbotrányt és annak hatását a piaci teljesítményre. Az egyesülő bankok leányvállalatainak integrációja sem képezi a vizsgálat tárgyát, kizárólag a két bank szervezeti összeolvadását mutatja be ez az esettanulmány.

A vizsgált fúzió a horizontális egyesülések kategóriájába tartozik, az ügylet barátságos, azaz a két cég vezetőinek és tulajdonosainak egyetértésével született. Először az eset szereplőit mutatom be, a külföldi anyabankokat és hazai leányvállalatuk történetének

főbb összefüggéseit, utalva a tulajdonosi szerkezet és a stratégia változásaira is. Ezt követi a fúziós folyamat tárgyalása, majd a fúzió szinergiapotenciáljának és eredményeinek elemzése az integrációs lépések tükrében.

Szereplők

KBC Bank és Biztosítási Csoport

1998-ban egyesült a nagy múltú belga Kredietbank, az AAB Biztosító, és a CERA bank, és létrejött a KBC Bank és Biztosítási Csoport, mely 44.000 főt foglalkoztat és mintegy 9 millió ügyfelet számlál. A bankcsoport nemzetközi mércével mérve nem túl kiterjedt, elsősorban flamand területeken jelentősek a pozícióik, ebben a régióban hitel- és betétállományuk 20-25%-os piaci részesedést tesz ki, míg a biztosítások területén 10%-os részesedéssel bírnak (www.kbc.com). A csoport Belgium vezető pénzintézetének számít, világszinten több, mint 25 országban van jelen. A bank stratégiájában kiemelt szerepe van a közép-kelet európai terjeszkedésnek, ezért a régió több országában vásároltak pénzintézeteket, például a magyar mellett a cseh, a szlovák és a lengyel piacon, és a régióban így már mintegy 4 millió ügyfelet szolgálnak ki (Szakonyi, 2000). Remi Vermieren, a KBC elnöke a Figyelőnek adott interjúban kifejtette: „A KBC-nek régi célja, hogy Közép- és Kelet-Európa fontos szereplője legyen, mert komoly pénzügyi és növekedési potenciált látunk a térségben. Nemzetközi mércé szerint nem igazán nagy a KBC, de ahhoz elég erősek vagyunk, hogy ebben a régióban komoly pozíciót szerezzünk.” (Szép, 2000b, 77. old.).

A csoport növekedési célkitűzései mellett újabban a költségcsökkentés stratégiáját is előtérbe helyezte a banki üzletágban, leépítések, informatikai költségfelfaragások és a fiókhálózat optimalizációja révén (www.kbc.com).

Kereskedelmi és Hitelbank Rt.

A bank a kétszintű bankrendszer kialakításakor kezdte meg működését 1987. január 1-jén, az MNB-től 51 fiókot és 2400 jogi személyiségű gazdálkodó szervezet (többségében az élelmiszeripar területéről) számlavezetését vette át. A bankkonszolidáció során megerősített bank 1996. január 1-jétől beolvasztotta lakossági szolgáltatásokra szakosodott leánybankját, az IBUSZ Bankot, így kialakult az ország 2.

legnagyobb hálózattal rendelkező univerzális bankja. 1997-ben az EBRD közreműködésével elkezdődött a bank privatizációja, melyet a belga Kredietbank és a brit Irish Life konzorciuma nyert meg és 60 millió USD tőkeemeléssel stabilizálta a bank helyzetét, 23,1%-os tulajdoni hányadot szerezve a tranzakció révén (www.khb.hu). 1999-ben az EBRD 18,19%-os részesedésének felét a belga (akkor már) KBC Bank szerezte meg, a másik 9% a portugál Espirito Santo Csoport kezébe került. A KBC fokozatosan arra törekedett, hogy növelje részesedését a K&H-ban, erre a következő lehetőséget az ÁPV Rt. 30,6%-ának kivásárlása teremtette meg. Kétheti intenzív tárgyalás után jutottak egyezsége a felek, és a KBC 120%-os árfolyamon vásárolhatta meg az állami részesedést (www.kbc.com).

A bank folyamatosan bővítette hálózatát, és széles bankkártya portfóliót alakított ki, de eredményei még nem tükrözték ezeket a piaci erőfeszítéseket. 1999-ben története legnagyobb, közel 10 milliárd Ft-os addigi veszteségét volt kénytelen elkönyvelni a K&H, amely háromszorosa volt az előző évi deficitnek. A rossz működési hatékonyság és céltartalékképzés miatt előálló tőkehiányt a belga tulajdonos tőkeemelés révén igyekezett pótolni, és ezzel párhuzamosan a magyar államot kivásárolni (Várhegyi, 2000b). Az infláció alatt maradó bevétel növekedési ütem további megszorításokra ösztönözte a bankvezetést, mely a gépkocsik és a céges mobiltelefonok használatának korlátozásában is tükröződött (Dobszay, 2000). A költségcsökkentő intézkedések és a vezetés részleges lecserélése nem maradt hatások nélkül, a bank 2000 első felében már nyereséges működésről számolhatott be. A belga tulajdonosok bizalmuk jeléül további tőkét pumpáltak a cégbe, melyet stratégiai céljaikhoz illeszkedőnek neveztek, és a K&H piaci pozícióinak erősítése érdekében szükségesnek tartottak (www.kbc.com).

A tulajdonosi struktúrában bekövetkező újabb lényeges változás 2001 februárjában történt, amikor a KBC megszerezve az Irish Life 17,9%-os, és az Espirito Santo Asset Administration Ltd. 7,33%-os részvénycsomagját 98,51%-ra növelte részesedését a bankban (www.khb.hu). Ezzel nyitva állt az út a már 2000. november 7-én meghozott tulajdonosi döntés megvalósítására, vagyis a K&H Bank és az ABN Amro Magyar Bank összeolvasztására, melyhez a bankok részvényesei 2001. április 27-ei éves közgyűlésükön meg is adták a jóváhagyást (Sajtóközlemény, 2001. szeptember 20.).

ABN AMRO Bank

Az ABN Amro hollandia vezető pénzintézete, Európában a 3., világszinten pedig a 6. legnagyobb bank (Gyenis, 2000a). A bank növekedése sorozatos fúziók eredménye, az ABN Amro név 1991 óta létezik, mikor az Algemene Bank Nederland N.V. (ABN) és az Amsterdam-Rotterdam Bank N.V. (AMRO) összeolvadt (www.abnamro.com).

Az ABN Amro Bank univerzális bank, nemzetközi hálózatával a világ 80 országában van jelen, több mint 700 bankfiókkal. A közép-kelet európai térség stratégiai szempontból elsődleges növekedési terepe a banknak, az 1990-es évek elejétől kezdve gyors akvizíciók révén léptek be a piacra a bankszektor állami dominanciájának megszűnésével párhuzamosan. A bank egyik első térségbeli „állomása” a magyar leányvállalat alapítása és a Magyar Hitelbank Rt. felvásárlása volt, melynek révén tapasztalatokat kívántak szerezni a régióban alkalmazható változtatási stratégiákról, valamint versenyelőnyhöz jutni a többi nagy konkurens bankkal szemben. Ilyen tanulási lehetőség volt, hogyan kell az állami tulajdonossal tárgyalni, vagy hogyan lehet egy technológiailag és szolgáltatási színvonalban elmaradott bankot feljavítani (Marton, 1998). Magyarországi terjeszkedésük azonban nem hozta a várt eredményeket, sőt folyamatos veszteségeket halmozott fel, és a sorozatos tőkeinjekciók és fejlesztési igyekezet ellenére sem tudott meghatározó, jól működő hálózattá növekedni. Erre lehetséges magyarázatot ad az a tény, hogy az ABN Amro, bár világszerte jelen van hálózatával, univerzális bankot még csak három országban kezdett el építeni, és ebben a folyamatban Magyarországon jutottak a legelőrébb, az itteni tapasztalatokat így tanulópenznek is tekintették (Gyenis, 2000a). A bank azonban bizakodott piachódító stratégiájának sikerében, és nyilatkozataikban a hosszú távú szemléletet hangsúlyozták (Várhegyi, 2000a).

2000-ben merült fel annak a lehetősége, hogy az ABN Amro Magyar Bankot összevonják a K&H Bankkal, és a hollandok kisebbségi tulajdonosként vegyenek részt a bank működtetésében. Jan Koopman, az ABN Amro Bank senior alelnöke azt nyilatkozta: „Ez a potenciális partnerség a KBC-vel megerősíti az ABN Amro elkötelezettségét Magyarország iránt, és elvárásainknak megfelelően a fenntartható jövedelmezőséget biztosítja. Továbbá, ez a stratégiai lépés összhangban van az ABN Amro globális újrastrukturálási folyamatával, melynek célja a részvényesi érték

növelése” (Press Release, 2000. augusztus 9.). A részvényesi érték maximalizálását szem előtt tartó új stratégia következtében az ABN Amro három kiemelt üzleti területre (Lakossági ügyfelek, Vállalati és privát ügyfelek, Eszközmenedzsment) fókuszálja tevékenységét és erőforrásait, és újragondolja nemzetközi befektetéseit is.

ABN Amro (Magyar) Bank Rt.

A holland ABN Amro Bank nemzetközi terjeszkedési stratégiájának jegyében 1993-ban belépett a magyar piacra is, de tudatában voltak annak, hogy organikus úton nem tudnak kellő méretet elérni, ezért felvásárlás révén akartak növekedni. Erre a lehetőséget a Magyar Hitelbank Rt. (MHB) 1996-ban meghirdetett privatizációja teremtette meg. Az MHB vezetése már 1995-ben megkezdte a bank hatékonyságának javítását, hitelfortfoliójának rendbetételét, technológiájának fejlesztését, a munkatársak képzését, vagyis az MHB jó vételnek számított. Sőt, az univerzális bankká válás érdekében a lakossági banki és biztosítási szolgáltatásokat is beindították, ami szintén egyezett a hollandok célkitűzéseivel. A privatizációs tendert 35 milliárd Ft-os ajánlatával megnyerő ABN Amro 1998. január 1-jével egyesítette két magyarországi leányvállalatát, és létrejött az ABN Amro (Magyar) Bank Rt. (Marton, 1998). A vezetői célkitűzések között elsősorban az szerepelt, hogy megőrizték a pénzügyi nagybanki pozícióit és növeljék a szervezet rugalmasságát (Csabai, 1999).

A Magyar Hitelbank Rt. felvásárlása után két informatikai hálózatot kellett összehangolni, és milliárdos beruházásokba fogni a több, mint 40 különböző számítógépes rendszer egységesítésére (HVG, 2000. február 5.). Az univerzális banki stratégia jegyében további beruházások és fejlesztések történtek (33 új fiók nyitása, új bankkártyák bevezetése), melyek az informatikai költségeken felül hatalmas összegeket emésztettek fel, nem beszélve a lendületes marketingkampányok kiadásairól (Várhegyi, 2000a). Az ABN Amro a piacvezető OTP Bankot akarta megközelíteni, hiszen az MHB a kilencvenes évek elején a 2. legnagyobb magyar pénzügyi intézmény volt, de igyekezete ellenére mérlegfőösszege alapján a bankok rangsorában csak a 6. helyet érte el 1999-ben (Gyenis, 2000a). A 104 fiókból álló bank működése nem volt kellő hatékonyságú, működési költségei jóval meghaladták a kamatjövedelmeket, továbbá ingatlanértékelési és rendkívüli veszteségek is terhelték. Mindezek eredményeképpen állhatott elő az a

helyzet, hogy a bank három egymást követő évben is veszteséges volt, 1999-ben rekorösszegű, 15 milliárdos veszteséget felhalmozva (Várhegyi, 2000b). A holland anyabank a tőkevesztés megakadályozására 10,5 milliárd Ft tőkeemelést hajtott végre 1999 novemberében (HVG, 2000. február 5.). A költséghatékonyság javítására a bank szigorítások bevezetésével tett kísérletet, például a gépkocsiköltségek mérséklése jegyében autókat adtak el, és a használt irodaházak számát is csökkentették (Dobszay, 2000).

A veszteséges működés okait keresve több tényezőt is figyelembe kell venni. Egyrészt, a volt MHB-s vezetők nagy része a privatizációt követően távozott, és ezzel tapasztalataik és helyismeretük is, hiába indították el a modernizációs programot, annak befejezése már a drágán megfizetett holland expatriótákra maradt (Gyenis, 1999). De ahogyan egy volt vezető fogalmazott: „Az új menedzsment kisiskolás hibákat követett el.” Másrészt, az elektronikus rendszer sorozatos hibái miatt a bank számos ügyfele elpártolt a nem megbízható szolgáltatásra hivatkozva, és az agresszív reklámkampány ellenére sem növekedett megfelelő ütemben az új ügyfelek száma. Az integrált számítástechnikai rendszer kiépítésébe 1998-tól mintegy 10 milliárd Ft-ot ölték, de csak 1999 végére jutottak el odáig, hogy a rendszerek kevesebb hibával működjenek. Ettől függetlenül a beruházás értékcsökkenési leírása évi több, mint 3 milliárd Ft-os veszteségként jelentkezett. Harmadrészt, a fiókhálózat fejlesztése, modernizációja és új arculatúvá formálása rengeteg pénzt emésztett fel. Ezenkívül céltartalékokat kellett képezni ingatlanértékelési eltérések miatt, valamint a bank felszámolás alatt lévő lízingcége elleni kártérítési követelésekre. Végeredményben így állt elő a hatalmas veszteség, ami a holland anyabank közbelépése nélkül azzal fenyegetett volna, hogy a bank saját tőkéje a jegyzett tőke alá esik. Ezt megelőzendő került sor 1999 végén két lépcsőben a bank jegyzett tőkéjének és vagyonának a várható veszteségekkel megegyező mértékű (azaz kb. 15 milliárd Ft-os) növelésére (Gyenis, 2000a). A bank tulajdonosai végül úgy döntöttek, hogy számukra kedvezőbb, ha gyengélkedő leánybankjuk mellé társat keresnek, és egyesült erővel próbálnak kitörni a nem túl jó eredményekkel kecsegtető középbanki pozícióból.

Az alábbi táblázatban a fúziót megelőző évek néhány teljesítménymutatóját hasonlíthatjuk össze a két banknál, és láthatjuk, hogy az összeolvadást megelőzően egyik fél sem volt könnyű helyzetben. Olyannyira, hogy a K&H a fúzió nélkül a hitelintézeti törvénybe ütközően működött volna, mivel saját tőkéje mintegy 1 milliárd Ft-tal alacsonyabb volt jegyzett tőkéjénél (Gyenis, 2000b).

12. táblázat: A két bank főbb mutatóinak összehasonlítása (1998-1999)

Mutató	K&H		ABN Amro	
	1998	1999	1998	1999
Mérlegfőösszeg (mFt)	515.980	544.964	373.886	407.043
Piaci részesedés (%)	8	7,5	5,8	5,6
Saját tőke (mFt)	32.399	22.283	33.311	38.758
Adózott eredmény (mFt)	-2.890	-9.847	-3.590	-15.389
Költségarány (a működési költségek aránya a bruttó jövedelemhez)	90,8	102,7	115,5	150,9

Forrás: HVG összeállítás a bankok közlései alapján, 2000. augusztus 12.

Amint a fenti táblázatból is kiolvashatjuk, mindkét bank egyaránt problémákkal küzdött, és piaci részesedésük is csökkenően volt az intenzív verseny következtében. Veszteségeik alapján az utolsó helyen álltak a bankok összesített 1999-es rangsorában, míg mérlegfőösszegük alapján a 3. és 4. helyen szerepeltek a listán (Várhegyi, 2000b). Érdekes adat, hogy összesített veszteségük 1999-ben a magyarországi kereskedelmi bankok által felhalmozott összes veszteség kétharmadát tette ki (Rotyis, 2000). A legszembetűnőbb azonban a költséghatékonyság romlása, elsősorban az ABN Amro esetében. Ezt részben magyarázhatja az, hogy az MHB „örökség” modernizálása és a terjeszkedés sok kiadással járt, de vezetői hibák is közrejátszhattak a veszteségekben.

A számokból kirajzolódó nem túl kedvező képet a fogyasztói megkérdezések árnyalják tovább. A fogyasztói vélemények alapján készült reprezentatív felmérés eredményei azt mutatták, hogy a kiszolgálás színvonala és a korrekt tájékoztatás az elsődleges bankválasztási szempontok a bankköltségek mellett. Ezen felmérés alapján mind a K&H, mind az ABN Amro jó minősítést kapott (Makara, 2000), vagyis új lakossági ügyfelek megnyerésére megfelelő szolgáltatási háttér állt rendelkezésükre.

13. táblázat: A Kereskedelmi és Hitelbank Rt. és az ABN Amro (Magyar) Bank Rt. főbb jellemzőinek összehasonlítása

Szempont	K&H	ABN Amro
<i>Stratégia</i>	Közép-kelet európai jelenlét erősítése (KBC) Fiókhálózat bővítése	Nemzetközi növekedési stratégia (ABN Amro) Az OTP megközelítése Modern univerzális bank
<i>Szervezet</i>	Privatizált állami bank	MHB Rt. felvásárlása és átszervezése
<i>Vezetés</i>	Expatrióták Vezetőcserék	Expatrióták Menedzsmenthibák, pazarló költekezés
<i>Erőforrások</i>	Jó pozíciók a lakossági ügyfeleknél a kártyaüzletágban Jelentős vállalati ügyfélkör Fiókhálózat	Személyi kölcsönök terén élenjáró termékfejlesztés Sikeres életbiztosító és lízingscég Korszerű elektronikai rendszer
<i>Teljesítmény</i>	Veszteségek	Veszteségek

A fenti összehasonlító táblázat alapján látható, hogy a termékcsoportok jól kiegészítették egymást, de mind szervezeti, mind vezetési szempontból rejtett kockázatokat magában az egyesülés, a pénzügyi nehézségeken kívül. Összességében azt mondhatjuk, hogy két közel egyforma méretű (alkalmazottak létszáma a K&H-nál 2.700 fő, az ABN Amro-nál 2.100 fő, mérlegfőösszegük 545 illetve 407 milliárd Ft), hasonló piaci pozíciójú, egyaránt nemzetközi háttérrel rendelkező bank egyesült, azonban a két cég eltérő szervezeti kultúrával, struktúrával és vezetési stílussal jellemezhető, ami a hasonlóságok ellenére megnehezítheti az együttműködést.

Kronológia

A most következőkben a fúzió szakaszait jellemzem, a tulajdonosok akvizíciós stratégiájától kezdve az integrációig. Az integráció vezetését a sinergiákat tárgyaló részben elemzem részletesebben.

14. táblázat: A K&H és az ABN Amro összeolvadásának főbb lépései

Időpont	Események
Felvásárlási stratégia	
1998	Mindkét anyabank stratégiájában a növekedés, ezen belül is a felvásárlások útján történő növekedés állt első helyen. Régióink kulcsfontosságú terepet biztosított erre, és a privatizációs lehetőségeket mind a KBC, mind az ABN Amro kihasználta. Mindkét anyabank rendelkezett már felvásárlási tapasztalatokkal, habár az ABN Amro számára a magyarországi MHB megvásárlása jelentette az első nagyobb lépést a közép-kelet európai régióban, míg a KBC már szerzett privatizációs tapasztalatokat Csehországban és Szlovákiában (www.kbc.com).
Kiválasztás	
1999	Ebben az esetben a célpont kiválasztása helyett szerencsésebb arról beszélni, hogy az ABN Amro miért döntött úgy, hogy gyakorlatilag visszavonul a magyar piacról. Ezt elsősorban pénzügyi, jövedelmezőségi szempontok magyarázzák, mivel a magyar leánybank a sorozatos tőkeinjekciók ellenére sem hozta a várt eredményeket. A KBC, bár nemzetközi mércével mérve jóval kisebb volt az ABN Amro-nál, kapva-kapott az alkalmon, mert jelenlétét ezáltal jobban erősíthette a régióban és Magyarországon. Valószínűleg a KBC kereste meg fúziós ajánlatával az ABN Amro-t, amikor a magyar leánybank rekordvesztéseiről szóló bejelentést megtudták (Szakonyi, 2000). Herman Agneessens-nek, a KBC ügyvezető igazgatójának kommentárjában találhatunk utalásokat a stratégiai szándékokra: „Nagyon örülünk ennek az egyedülálló lehetőségnek, amikor két EU tag befektető egyesíti erőit egy értéktérítő projektben. Továbbá, ez a fúzió megerősíti a KBC pozícióit mint Közép-Európa egyik vezető befektetője” (Press Release, 2000. augusztus 9.). Egyes elemzők feltételezték, hogy a döntés háttérében valójában az állt, hogy az ABN Amro fel akarta vásárolni a KBC-t (Szép, 2000a), de ezt Rejtő E. Tibor, a K&H vezérigazgató cáfolta: „a mostani eseményeknek semmi közük sincs a nemzetközi bankfúziós hullámhoz, ez a döntés kizárólag azért született, hogy a magyar piacon a lakossági és a vállalati szektorban egyaránt abszolút versenyképes, költségtakarékosan színvonalas szolgáltatásokat nyújtó nagybank jöhessen létre.” (HVG, 2000. augusztus 19., 94. old.) Az ügylet különlegességét tehát az okozta, hogy az anyabankok nem olvadtak össze, csak a leánybankokat érintette a fúzió. Ez a korábbi

	években azonban egyáltalán nem volt jellemzője a magyar bankszektornak, ellenkezőleg, a külföldi anyacégek összeolvadásainak sokszor voltak hazai bankok a szenvedő alanyai (Szép, 2000a). A K&H ügylet azt jelezte, hogy a hazai verseny is olyan élessé fokozódott, hogy itthon is megkezdődött a túlbankosodott piac konszolidációja. Az előkészületek részeként a KBC fokozatosan növelte részesedését a K&H-ban, először kivásárolta az ÁPV Rt.-t, majd az ír és portugál befektetőket is (Gyenis, 2000b).
Tárgyalások	
2000. augusztus 9. – 2000. november 7.	A fúziós szándék 2000. augusztus 9.-ei bejelentéséig és a két anyabank közötti tárgyalások elkezdéséig minden egyeztetés titokban zajlott, ezért a piacot meglepte a hír⁹. A tárgyalások lefolytatására fúziós bizottságot hoztak létre, melynek 3-3 tagja a két bank magyarországi felső vezetésének képviselője volt (Tóth, 2002). A kezdeti elképzelések szerint a jogi összeolvadást 2001. január 1.-jéig megvalósítják, és az egyesült bank neve Kereskedelmi és Hitelbank marad (Press Release, 2000. november 7.). Az eredeti tervek alapján a K&H-t 66%-ban a KBC, 33%-ban az ABN Amro, 1%-ban pedig vállalatok és magánszemélyek birtokolták volna. Az előzetes megállapodásban kikötötték, hogy a tulajdonosi arányoknak tükrözniük kell a két bank piaci értékét. A tárgyalásokban az ABN Amro számára fontos szempont volt, hogy úgy tudjon háttérbe vonulni, hogy a mintegy 50-60 milliárd Ft-os eddigi befektetéseinek ne veszítsen, a tárgyalások során ezért az állt érdekében, hogy leányvállalata minél magasabb értéken szerepeljen (Lehoczky, 2002). Az ABN Amro magyar bankjának értékét 90 milliárd Ft-ra tartotta, míg a K&H bankot 60 milliárd Ft-ot érőnek ítélték. Ez azonban sem a valós piaci összértékét tekintve (mely elemzők szerint a 150 milliárd Ft helyett inkább 120-130 milliárd Ft körül volt), sem az előzetesen rögzített tulajdoni arányokkal nem egyezett meg. A saját tőke sem jelenthetett iránymutatást az arányok megállapításához, mivel az ABN Amro 38 milliárdos saját tőkéje mellett folyamatosan élte fel vagyonát, míg a K&H-nak 22 milliárd Ft saját tőke szerepelt a mérlegben. Közben mindkét bankot a könyvvizsgálók és a független tanácsadónak felkért Boston Consulting Group is értékelték, hogy a valós piaci értéket jól tükröző arányokat rögzíthessenek (Gyenis, 2000b). A megvalósíthatósági tanulmány kiindulási keretétül a két bank 2000. I. félévi auditált mérlege és eredménykimutatása szolgált, elkészültét szeptember végére ígérték a

⁹ A Figyelő cikkének (2000. augusztus 17-23.) címe a fúzióról „Rajtaütésszerű frigy” is utal arra, hogy váratlanul hangzott el a bejelentés.

	tanácsadók, és a tulajdonosok ez alapján hoztak döntést arról, végül ki milyen arányban részesedik és készpénzben vagy részvényben fizet-e a tulajdonrészéért (Szakonyi, 2000). A megvalósíthatósági tanulmány kitért nemcsak a pénzügyi, hanem stratégiai szempontokra is, elemezték az egyesülendő cég várható piaci pozícióját, versenyelőnyét és teljesítményét. Ezenkívül már integrációs előkészítő javaslatokat is megfogalmaztak, az integrált szervezetre, működésre, integrációs költségekre és az időbeli ütemezésre vonatkozóan (Tóth, 2002). A kemény tárgyalásokban a tervezettnél lassabban közeledtek az álláspontok, végül a többségi tulajdonrész fejében a KBC vállalta, hogy 10 milliárd Ft-os tőkeemelést hajt végre, és így 60%-os részesedésre tehet szert, míg az ABN Amro 40%-os befolyással bíró tulajdonos lett (HVG, 2000. november 11.). A tárgyalások részeként meg kellett egyezni a mintegy 15 érintett leányvállalat sorsáról is, az Argosz (a KBC vagyonbiztosító társasága), a LeasePlan (az ABN Amro autóflotta kezelője), és a Mébit (az ABN Amro életbiztosítója) cégek kivételével a leányvállalatok is összevonásra kerültek (Sajtóközlemény, 2001. július 3.). A Mébit volt az ABN Amro legsikeresebb cége, 4,5%-os részesedéssel az életbiztosítók között, ezért komoly érdeklődés alakult ki az értékesítése kapcsán (Figyelő, 2001. február 15-21.), az ABN Amro így extra bevételhez jutott a Mébit fúzióból való kivonása révén (Press Release, 2001. március 20.). A végleges döntést a fúzióról és a megállapodás részleteiről 2000. november 7-én hozták meg, a tárgyalások elhúzódása miatt a tervekhez képest pár hetes csúszással. Ezután indult a PSZÁF és a versenyhivatali engedélyezési eljárás és a részletes integráció tervezési folyamat.
Integráció	
2001. január – 2003. június	A végleges fúziós döntés bejelentése után megalakították az Integrációs Irodát, ami az egész integrációs folyamat első számú koordinációs szerveként funkcionált. A két bank 2001. január 15-én párhuzamosan közgyűlést tartott, és a tulajdonosok új, azonos tagokból álló igazgatóságot választottak, ezáltal a bankok vezetése még a formális, jogi fúzió előtt egyesült, amelyhez a felügyeleti szervek jóváhagyását 2001. február 8-án kapták meg. A közös irányítás jelentősége, hogy így jóval hamarabb kezdődhetett el az integráció előkészítése. A tevékenységek összehangolásának jegyében márciustól bizonyos termékek keresztértékesítése is elindult egymás bankfiókjaiban (Napi Gazdaság, 2001. március 13.). Az integráció első lépéseként az egyesült bank szervezeti struktúrájának megtervezésére fordítottak gondot, hiszen a bank mérete duplájára nőtt, nemcsak mérlegfőösszege alapján, hanem ügyfeleit és termékeinek számát tekintve is. Bevezették a kettős foglalkoztatás rendszerét is, a

	kulcs munkavállalóknak mindkét bank munkaadója lett, ezáltal is megkönnyítve egymás megismerését. Ki kellett dolgozni a közös terméklistát és árpolitikát, valamint a különböző funkciókhoz (pl. beszerzés, emberi erőforrás menedzsment) tartozó folyamatokat. Az előkészítő fázisban dolgozták ki a titokvédelmi szabályokat, a módosult ügyfélszerződéseket és az ügyféltájékoztatókat, valamint a jelentéskészítő rendszerek összehangolását. A legátfogóbb szervezési feladatot az informatikai rendszerek harmonizációja jelentette, IT projekteken kb. 100 munkatárs dolgozott az Integrációs Iroda irányításával (Tóth, 2002). 2001. április 27-ére újabb párhuzamos közgyűlést hívtak össze, a tulajdonosok itt adták meg a végső jóváhagyást a fúzióhoz, ezt követően a Cégbíróság 2001. július 1-jével jegyezte be az egyesült bankot, amelyben a KBC 59,01%, az ABN Amro 40,23%, kisbefektetők pedig 0,76% részesedéssel rendelkeznek¹⁰ (Sajtóközlemény, 2001. július 3.). Ez az aktus nagyban felgyorsította az egész integrációs folyamatot: kezdetét vehette az időközben kidolgozott tervek technikai végrehajtása, életbe léptek az új szabályzatok, felálltak az új szervezeti egységek, elkezdődtek a fiók-összevonások. Az Integrációs Iroda több, mint 130 projektet koordinált, melyből csupán 14 zárult le a jogi egyesülésig (Mong, 2001a). Az integráció jó ütemben zajlott, a teendők megvalósításában egy évvel előrébb jártak a tervezettnél (Sajtóközlemény, 2002. április 22.). A legtovább a nagy kihívást jelentő számítástechnikai feladatok tartottak, az integráció utolsó lépcsőjeként 2003 közepére fejezték be a teljes IT-harmonizációt, 2003 év elejére már több, mint 100 fiók csatlakozott rá az új rendszerre (KBC Éves Jelentés, 2002).
--	--

Szinergia potenciál

A fúziót motiváló tényezők közül – a tulajdonosok stratégiáján kívül – a leglényegesebb a középbanki, nem költséghatékony, és ezért veszteséges státuszból való kitörési pont megragadása volt, ezen problémák kiküszöbölésének és meghatározó piaci méret elérésének leggyorsabb eszköze csak az összeolvadás lehetett. A kombinációs előnyök révén a bankszektorban oly fontos méretgazdaságosság kihasználása vált az elsődleges elvárássá, hiszen a bank egyik munkatársának

¹⁰ Az új tulajdonosi viszonyok kialakulásakor figyelembe kellett venni azt is, hogy néhány kisbefektető nem akart az egyesült bankban is részvényes lenni, ezért őket készpénzzel kivásárolták a részvények névértéke feletti árfolyamon (Makara, 2001).

megfogalmazása szerint „kisbanknak túl nagyok, nagynak viszont túl kicsik” (Gyenis, 2000b, 147. old.). Erre a két bank szervezetét, termékskáláját tekintve adott volt a lehetőség, és csupán a fő mutatószámokat összeadva is láthatóvá vált, hogy az egyesülő bankok piaci ereje mennyivel megnőtt (az 1000 milliárd Ft-os mérlegfőösszeg az OTP utáni második legnagyobb bankká avanszálta az új K&H-t). Remi Vermeiren, a KBC elnöke szerint is a fúzió egyik potenciálja a piaci részesedés növelésében rejlik, ami segíti a beruházások gazdaságosságának megtérüléséhez, a fiókhálózat optimális kihasználtságához szükséges kritikus tömeg elérését (Szép, 2000b). A tervek között az szerepelt, hogy a megerősödő bank összesített 15%-os piaci részesedése 20%-osra növelhető, ami már biztosítaná a hatékonyabb működést. Az összeolvadás következtében 2001-re 15%-os bevételnövekedést és 5%-os költségmegtakarítást vártak a két bank 2000 évi összesített eredményeihez viszonyítva (Napi Gazdaság, 2001. március 13.). A szinergiahatások realizálásához szükséges egyszeri ráfordításként a fúziós költségeket 9,8 milliárd Ft-ra becsülték (Mong, 2001a).

A két bank erőforrásainak egyesítése révén számos lehetőség mutatkozott, főképpen méretgazdaságossági előnyök kiaknázására. Funkcionális területenként megvizsgálva a szinergia potenciálokat láthatjuk, hogy a bevételnövelés és a költségcsökkentés egyaránt megjelenik, de a realizáláshoz rengeteg anyagi és időráfordítás is szükséges.

- *Méretgazdaságossági előnyök a működésben:* A két bank összesen 220 fiókjából kb. 40-et be lehet zárni, azaz összevonni az azonos településen, illetve egymás közelében lévő fiókokat, ami jelentős megtakarításokat eredményez (ingatlan bérleti díjak csökkenése, létszámcsökkentés). A nagyobb ügyfélállomány az (adminisztratív jellegű) egységköltségek csökkenését eredményezi.
- *Termékfejlesztés:* A két bank termékköre jól kiegészíti egymást, a lakossági területen a kártyaüzletágban, a lakáshiteleknel a K&H volt erősebb, míg az ABN Amro a személyi kölcsönök és kisvállalkozói hitelek területén jeleskedett (Piac és Profit, 2001. július). Ez azt jelenti, hogy ezeken a területeken felhalmozódott tudás egyesül, kölcsönös tanulási folyamat kezdődhet, ami korszerű, innovatív termékek, rövidebb idő alatti kifejlesztését eredményezheti. Más oldalról közelítve, az egyesített termékskála olyan jól lefedi az ügyfelek

elvárásait, hogy a fúzió következtében csökkenhet az új termékek kifejlesztése iránti igény, ezáltal rövidtávon a fejlesztési költségek is.

- *Marketing és értékesítés:* Az összeolvadás következtében a bank elérhetősége javul, hiszen a megnövekedett fiókhálózat és a több bankautomata szélesebb körű lefedettséget biztosít. A termékpalletta bővülésével és a szolgáltatási színvonal javításával is több ügyfelet vonzhat az egyesült bank, ennek feltétele azonban a marketing akciókkal való támogatás, aminek jelentős költségvonzata van. A két anyabank ügyfélkörébe tartozó multinacionális cégek magyarországi pénzügyeinek intézésével a K&H ügyfélköre tovább bővíülhet.
- *Pénzügyek:* A megerősödő pénzügyi mutatók lehetővé teszik, hogy a bank felemelje hitelkorlátait, ezáltal újabb nagyvállalati ügyfeleket nyerjen meg, és nagyobb projekteket finanszírozzon. Ezenkívül csökken annak a kockázata (ami az egyesülés előtt mindkét bankot fenyegette), hogy a működési engedélyeket visszavonják, mivel a saját tőke a jegyzett tőke alá csökken. A tőkeerő megnövekedése a bank stabilitásának növekedését eredményezi, aminek következtében az egyesült pénzügyintézet több ügyfelet vonzhat, és több forrás juthat infrastrukturális fejlesztésekre is.

A szinergia potenciálok tehát jó alapot adtak a fúzióról szóló döntés igazolásához, a kérdés mindössze az volt, hogyan lehet hatékonyan levezényelni a hazai bankvilág történetének eddigi legnagyobb projektjét. Ennek áttekintésére a fúzió eredményeinek bemutatása előtt az integráció vezetési és szervezeti oldalairól szólnak.

A szinergiák realizálása

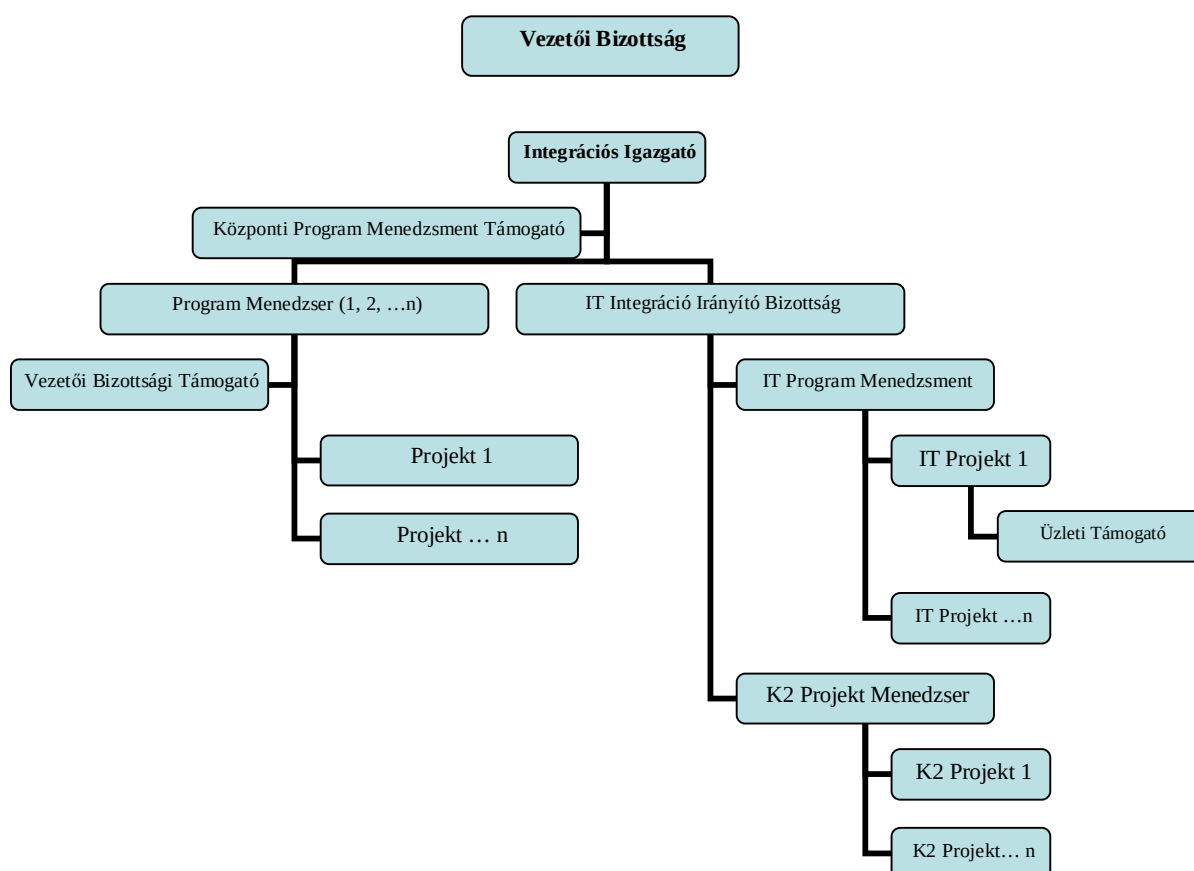
A vezetési feladatok az egyesülés hordereje miatt igen intenzíven jelentkeztek az egész integrációs folyamatban. Az anyavállalatok minden támogatást megadtak a helyi vezetésnek, különösen a megvalósíthatósági tanulmány és a fúziós döntés bejelentése, kommunikációja kapcsán, de ők maguk nem avatkoztak be a megvalósítási folyamatba, az integráció irányítását teljes egészében a hazai menedzsment végezte (Mong, 2001a).

Két bank fúziójának zökkenőmentességét az ügyfélpanaszok számával lehet legérzékletesebben mérni, de a K&H és az ABN Amro összeolvasztásakor nem emelkedett jelentősen a panaszok száma a kezdeti kisebb kényelmetlenségek (pl.: automaták korlátozott használata) ellenére (Mong, 2001b). A fúzió levezénylésének első számú szempontja ugyanis az volt, hogy az ügyfelek lehetőleg ne érzékeljenek semmilyen hátrányt az összeolvadásból, csak az előnyök jelentkezzenek. Ennek érdekében az ügyfelek bankszámlaszámai, szerződései, bankkártyái változatlanul érvényben maradtak (Piac és Profit, 2001. július), ami gondos szervezési és előkészítési feladatokat igényelt, és nagy terheket rótt az ehhez szükséges informatikai-technikai háttér kialakítóira.

A 11. ábra az integrációs szervezet felépítését mutatja be. A szervezeti felépítés bonyolultsága utal arra, hogy kb. 150 párhuzamosan futó feladatot kellett koordinálni és irányítani. Az integráció fontosságát jelzi, hogy az Integrációs Igazgató a vezérigazgatónak tartozott közvetlen beszámolóval, azaz az egész Integrációs Iroda szervezetiileg vezérigazgatói közvetlen besorolásban szerepelt, és nem volt alárendelve egyetlen üzleti területnek sem. Az Integrációs Iroda 15-20 főből állt, vezetője László Csaba, a K&H akkori vezérigazgató-helyettese volt. Az eredeti elképzelések szerint az irodának 2002 végéig kellett lezárnia a fúzióval kapcsolatos összes feladatot (Mong, 2001a).

A főbb projektek a következő 15 területhez kapcsolódtak: Vállalati üzletág, Vállalati kockázatkezelés, Lakossági üzletág, Lakossági kockázatkezelés, Back Office (háttér adminisztráció), Kommunikáció, Kontrolling, Számvitel, Emberi erőforrások, Belső ellenőrzés, Jog, Treasury és piaci kockázatkezelés, Hálózat és szegmentáció, Szabályozás és projektmenedzsment, Ingatlangazdálkodás és beszerzések, IT (Tóth, 2002). Ez a csoportosítás mutatja az Integrációs Iroda koordinációs feladatait vezérlő prioritásokat: elsősorban az ügyfelekkel, a belső működéssel (funkcionális területenként), valamint a mindent átfogó támogató tevékenységekkel kellett foglalkozni, azaz a fúzió lényegében átformálta a két bank működésének összes területét.

11. ábra: Az integrációs szervezet felépítése



Forrás: Tóth (2002), 1. számú melléklet, 96. old.

A *Vezetői Bizottság* legfontosabb feladata a fúziós célok meghatározása volt, valamint az integrációs beszámolók értékelése és döntéshozatal problémás esetekben. Az *Integrációs Igazgató* egyszemélyben felelt a végrehajtásért, különös tekintettel az integráció költségvetésének ellenőrzéséért. A *Program Menedzserek* felügyelték a hozzájuk tartozó projekteket, és együttműködtek a többi projekt vezetőjével. A *Vezetői Bizottsági Támogató* funkciója a források biztosításában és a felsőbb vezetői szintekkel való kommunikációban volt jelentős, ezenkívül konfliktuskezelési, döntéstámogató és motivációs szerepet is betöltött. Hasonló támogató tevékenység az egész integrációhoz

kapcsolódóan a *Központi Program Menedzsment Támogató* szervezeti egységben történt, ahol az integráció teljes adminisztrációját és dokumentációját végezték, és működtették a programfigyelő és beszámolási rendszereket (Tóth, 2002).

Az Integrációs Iroda felépítéséből is látszik, hogy az informatikai feladatok óriási jelentőségűek és összetettségűek voltak – a 131 különböző projektből 58 tisztán informatikai jellegű volt –, ami indokolja, hogy külön irányítás alá tartozzanak (Mong, 2001b). Az *IT Projekt Menedzsereket* felső vezetőkből, az Integrációs Igazgatóból és külső tanácsadókból álló *IT Integráció Irányító Bizottság* felügyelte. Az egyesült bank integrált számítógépes rendszerének kialakításával a *K2 projekt* foglalkozott, jelentősége miatt elkülönítve az egyéb informatikai feladatoktól (Tóth, 2002).

Az integrációs igazgató szerint a legnehezebb a létszámleépítésekkel kapcsolatos feladatok megoldása, mivel a fiókösszevonások révén mintegy 1000 fővel csökken majd a mostani 4800 fős létszám (Mong, 2001a). Az összevonások miatti létszámcsökkentés különösen a vidéki fiókokban okozott feszültségeket, mivel a versenytársaknál is inkább a leépítések a gyakoriak, nehéz munkát találni a pénzügyi szektorban (Mong és Vrannai, 2001). A vezetői körben 120-130 főt érintett a létszámcsökkentés, a pozíciókra belső pályázatok útján, külső tanácsadó cég segítségével választották ki a vezetőket, nagyjából fele-fele arányban a két összeolvadó bank munkatársai közül. Egyesekben azonban az a benyomás alakult ki, hogy ezeken az új pozíciókban inkább a K&H-s jelölteket favorizálták (Mong, 2001b). A felső vezetői cáfolat ellenére ez arra hívja fel a figyelmet, hogy a két bank összeolvadásakor is szembe kellett nézni a tipikusnak mondható „mi-ők” ellentéttel.

A javában zajló integrációt 2001 szeptemberében némileg megzavarta az a hír, hogy Rejtő E. Tibor, a K&H vezérigazgatója váratlanul határozatlan időre szabadságra vonult, ideiglenes távolléte alatt az irányítást a belga Ludo Jacobs vette át (Gyenis, 2001a). Ezenkívül elbocsájtották a bank ABN Amro-tól érkezett vezérigazgató-helyettesét, Draskovics Tibort, mert „másképpen képzelte el a pénzügyi intézet jövőjét” (Mong és Vicsek, 2001, 68. old.). A tulajdonosok bizalma azonban a különböző találgatások ellenére nem rendült meg a vezérigazgatóban (Gyenis, 2001b; Szép, 2001), aki az év végén visszatért a bank élére (Mong, 2001c). Az Integrációs Iroda vezetője szerint ez a kényszerpihenő nem zavarta meg a fúziós folyamatot, mivel a csúcsvezetést

csak a legszükségesebb döntésekkor terhelik a fúzióval összefüggő feladatok, minden egyéb teendőt az Integrációs Iroda lát el (Mong, 2001b).

Elemelve az integrációs megközelítést a horizontális fúzióknál gyakori *abszorbción* típusal állunk szemben a K&H és az ABN Amro összeolvasztása esetében. A fúzió levezénylése során a racionalizálás és a méretgazdaságossági előnyök kiaknázásának támogatása volt az elsődleges vezetői feladat, a két szervezet teljes összegyűrése révén. Az alkalmazott strukturális koordinációs eszközök (projektek és bizottságok) és a szigorú technokratikus irányítás (szabályzatok, költségkontroll és beszámolók) mind elősegítették a gyorsabb integrációt. A személyorientált koordinációs eszközök különösen a vezetők kiválasztásakor jelentkeztek, és csak utalásokból következtethetünk arra, hogy a konfliktuskezelésre és a motiválásra egyaránt szükség volt a folyamatban. A szervezeti kultúrák összehangolásának és az egymástól való tanulás („best practice-ek átvétele”) fontosságát a vezérigazgató több nyilatkozatában is kiemelte, és már az előkészítő szakaszban alkalmazták az egymás megismerését támogató kettős foglalkoztatás rendszerét. Az összehangolódás a teammunka során folytatódott, aktív vezetői figyelem és támogatás mellett (lásd pl. a Vezetői Bizottsági Támogató funkció kialakítását). Ennek ellenére az elbocsátások, átszervezések miatti bizonytalanság következtében több kulcs munkavállaló inkább elhagyta a szervezetet. A szervezeti kultúrák oldaláról nézve tehát még nem fejeződött be az integráció, és ez a folyamat még az informatikai rendszerek kiépítésénél is tovább fog tartani, tehát csak a formális feladatok zárultak le 2003-ban.

A fúzió értékelése

A fúzió értékelését a két bank összeolvadás előtti, 2000. évi adatainak összeadásával és ezen adatoknak a fúzió utáni teljesítménnyel való összehasonlítása révén végezhetjük el. A fúziót követően azonnal jelentkező egyszeri szinergia a méretnövekedés révén előálló piaci pozíció javulás. A félmillió lakossági ügyfél 15%-os, a 76 ezer vállalati ügyfél 16%-os piaci részesedést biztosított az egyesült banknak, mellyel az adott szegmensben a második, illetve az első helyet sikerült elérniük. Az összeolvadás során az ügyfélelvándorlás csekély mértékű volt, a 3-4%-os várakozásokkal ellentétben mindössze 0,5-1%-ra tehető (Mong, 2001a), ami egyben jelzés is arról, hogy az

ügyfelek mennyi kellemetlenséget érzéltek a fúzió kapcsán. Az 1100 milliárd Ft-os egyesített mérlegfőösszeg – bár a legnagyobb OTP Bank mérlegfőösszegének csupán 60%-a – a második legnagyobb bankká emelte a korábban 4. és 5. helyen álló bankokat (Mong, 2001a). A hitelállomány minősége is jelentősen javult, a problémamentes hitelek aránya 92,9% (a bankszektor egészét tekintve ez 83-85% körül mozog), azaz a minősített (kockázatos) hitelek aránya igen alacsony (www.privatbankar.hu).

Azonban nem könnyen kaphatunk teljesen egyértelmű képet a számviteli adatokra alapozva, mivel a K&H 2001-es eredménykimutatása eltérő számokat tartalmazott a magyar számviteli szabályok szerinti és a nemzetközi (IAS) szerinti értékelésben. Míg az előbbi 3,6 milliárd Ft-os adózás előtti veszteség, addig a másik értékelési módszer szerint 3,8 milliárd Ft-os nyereséget mutatott ki, köszönhetően az ABN Amro beolvasztása kapcsán elszámolt 6,4 milliárd Ft goodwill-nek és az értékpapírok eltérő értékelésének (Matolay, 2002). Nem meglepő, hogy a bank kommunikációjában a nemzetközi szabályoknak megfelelő értékelés szerinti eredményt hangsúlyozta, hozzátéve, hogy a külföldi tulajdonos miatt náluk az IAS elvek az irányadók (Washio, 2002). A 2001-es eredménykimutatást ezenkívül az a tény is terheli, hogy a fúziós költségek jelentős része ebben az évben került elszámolásra annak érdekében, hogy a 2002-es év már tisztán mutassa a fúzió hatásait. 2001 utolsó negyedévében a bank egyszeri ráfordításként számolta el a leépítések költségeit és a jövőbeni leépítésekre képzett tartalékokat, az ingatlangazdálkodás racionalizálásával összefüggő értékigazítás és szerződésfelmondás költségeit, valamint a számítástechnikai rendszerekkel és eszközökkel kapcsolatos leírásokat, összességében 10,3 milliárd Ft értékben. Mivel a jogi egyesülés évközben történt, ezért a 2001-es eredmény a volt K&H egész éves és a beolvadó ABN Amro második féléves eredménye összegeként adódik (Sajtóközlemény, 2002. január).

A K&H 2002. április 22-ei Sajtóközleménye alapján a nemzetközi szabályok szerint elszámolt 2001-es eredmények az alábbi teljesítményjavulásokat mutatják a két bank együttes 2000. évi eredményeivel összehasonlítva:

- Működési eredménye a veszteségekből 8,9 milliárd Ft-os nyereséggé vált.
- A költség/bevétel hányados 24%-kal csökkent.
- A hitelállomány 8% fölött, a betétállomány 9%-kal nőtt.

-
- A bevételek 12%-kal nőttek.
 - A működési költségek 14%-kal csökkentek köszönhetően az egyesülés szinergiahatásainak.
 - A lakossági és középvállalati ügyfelek száma több, mint 4%-kal, a nagyvállalati ügyfelek száma 7%-kal nőtt.

Összehasonlítva a 2002-es adatokkal a 2001-es eredményt további nyereségesség javulásnak lehetünk tanúi. Az adózott eredmény 11,3 milliárd Ft-ra nőtt, a mérlegfőösszeg 1.232 milliárd Ft-ra emelkedett. A bank működési bevétele 53%-kal nőtt, ugyanakkor a működési költségek 22%-kal emelkedtek (Sajtóközlemény, 2003. április 23.). Ez utóbbi adat utal csak arra, hogy a piaci pozíció javulása érdekében jelentős ráfordításokat kellett tennie a banknak. A 2002. I. félévi adatok még azt mutatták, hogy a működési költségek 1,4%-kal csökkentek, de ez az év végére növekedésbe ment át. Az emelkedés oka valószínűleg az új termékek bevezetésének, a szolgáltatási színvonal javításának és az integrált IT rendszer kiterjesztésének magas költségigénye volt.

A termékfejlesztési terület hatékonyságát az új termékek sikeres bevezetése mutatja, ebből a szempontból igen aktívnak tekinthető a 2002-es év. A K&H 2002 év elején elsőként vezette be a hazai piacon a mikrochipes bankkártyát, és ekkor jelent meg a K&H Ingatlanalap és a Munkavállalói szolgáltatáscsomag, elsőként nyitottak kizárólagos privát bankfiókot, valamint 2002 első félévében a Mobilinfo nevű új termék értékesítése 45%-kal nőtt (Sajtóközlemény, 2002. május 28. és 2002. szeptember 5.).

A munkaerő-leépítés folyamata a fiókbezárásokkal párhuzamosan a terveknek megfelelően alakult, 2002. év végén a dolgozói állomány 3.897 fő, a fiókok száma 163 volt (KBC Éves Jelentés, 2002.).

Az eredményesség javítása mellett tulajdonosi elvárásként és célkitűzésként szerepelt az is, hogy 2003-ra 20%-ra növeljék a tőkearányos megtérülést (Sajtóközlemény, 2002. május 28.). A ROE mutató 2001-ben 6,7% volt (Budapest Business Journal, 2002. május 27., 19. old.), 2002 első félévében már 12,7% (Sajtóközlemény, 2002. szeptember 5.), de ez a növekedési ütem nem biztos, hogy lehetővé teszi ennek az

ambíciózus célnak az elérését. Ennek ellenére Rejtő E. Tibor vezérigazgató elégedetten nyilatkozott a fúzió eredményeiről, és a sikeres egyesülés kulcsának a gyors szakmai döntéseket, és a különálló integrációs irodát tartotta (Mong, 2002).

A teljesítmény adatoknak tervekkel való összevetése után némileg vegyes kép alakulhat ki a fúzió sikerességének megítélésében. Időbeli ütemezését tekintve a jogi fúzió féléves csúszása után az integrációs folyamat a tervezettnél gyorsabban ért véget, az integráció tervezett költségei 0,5 milliárd Ft-tal lépték túl az eredeti keretet, a működési teljesítmény a bevételek növekedése alapján meggyőzően javult, de a költségek még mindig hullámszerűen alakulnak, igaz, a hatékonysági mutatók (költség/bevétel hányados) alapján a fúzió előtti állapothoz képest jóval kedvezőbb a helyzet. Mégis azt mondhatjuk, hogy összességében a fúzió révén jelentősen megnövekedett az új K&H versenyképessége és jövedelmezősége, és erősebb piaci pozíciókkal, hatékonyabb működéssel sikeresebben helyt tud állni az élesedő versenykörülmények között. Ha csak egyetlen mutatót lehetne kiemelni a fúzió értékelésére, akkor a cégek eredményét célszerű megvizsgálni, ami jelen esetben azt mutatja, hogy két korábban veszteséges vállalat vált nyereséggé az összeolvadás következtében.

5.1.2. Vegytiszta szinergia: a MOL és a Slovnaft

Vertikális felvásárlások különösen gyakoriak az olyan iparágakban, ahol az iparági értéklánc egyes elemei között az értékkeremtési folyamat szoros kapcsolatot igényel a szereplők között. Az olajiparban vannak az értéklánc bizonyos részeire specializálódott cégek, és integrált olajvállalatok, amelyek a kitermeléstől a feldolgozáson keresztül az értékesítésig minden területtel foglalkoznak. A második vizsgált eset ebben a vertikális szerkezetű iparágban játszódik: a regionális vezető szerepre törekvő integrált magyar olajvállalat, a MOL Rt. megszerezte a pozsonyi székhelyű, finomításra és értékesítésre specializált Slovnaft többségi részesedését. Az eset horderejét mutatja, hogy ez az eddigi legnagyobb Magyarországról kiinduló tőkebefektetés, és egyben a legjelentősebb szlovákiai külföldi befektetés is (HVG, 2002. november 30.).

Az eset vizsgálati időhorizontja 1999-től (a Slovnaft-ra kiírt tenderfelhívástól) 2003 elejéig tart, ekkorra a MOL Rt. kezdeti 36,2%-os befektetését megduplázva a Slovnaft legnagyobb részvényese lett. A 2003 augusztusában meghozott igazgatósági döntés

értelmében 2004. január 1-jétől kezdve a két cég teljesen integrálja szervezetét, ez az új működés azonban már nem képezheti jelen vizsgálat tárgyát. A MOL Rt. gázüzletágának értékesítésével kapcsolatos eseményekkel szintén nem foglalkozom, mert bár a cég számára jelentős stratégiai probléma (lásd: Kertész, 2002; Merényi, 2002), a tézis kutatási kérdéseit nem érinti. Hasonlóan, a MOL Rt. pereskedése a szlovákiai befektetőkkel sem jelenik meg a vizsgálatban (lásd: Csabai, 2003), mert ez a MOL-Slovnaft partnerség tényét és mértékét nem befolyásolja. Az elemzésben a stratégiai együttműködésből származó szinergiahatásokat részletezem, és a felvásárlás folyamatát a felvásárló vállalat szemszögéből mutatom be.

Szereplők

MOL Rt.

A Magyar Olaj- és Gázipari Rt. hazánk vezető olajipari nagyvállalata, nettó árbevételét tekintve a legnagyobb magyar vállalkozás (Figyelő TOP200, 2003). A cég az állami Országos Kőolaj- és Gázipari Tröszt (OKGT) részvénytársasággá alakításával jött létre a rendszerváltást követően, és igen hamar megtapasztalta, hogy piacgazdasági környezetben milyen új kihívásokra kell választ adni. A cég 1991-től reorganizációs projektek sorozatán esett át, és az átalakulások révén egyre hatékonyabban vette fel a versenyt a külföldi társaságokkal. Az állam közben a privatizációt is elkezdte, és több hullámban értékesítették a részvényeket, melyeket külföldi és magyar befektetők jegyezték le, a tranzakciók végeredményeként az állam részesedését 25%+1 szavazatra módosítva (www.mol.hu).

A szervezeti átalakítások mellett a MOL Rt. stratégiájában is jelentős változások következtek be, hiszen a nyersanyagok kitermelése felé fordulás jegyében koncessziókat szereztek Afrikában és Ázsiában, bár e meglehetősen diverzifikált portfólió a kilencvenes évek közepétől a profiltisztítás következtében fokozatosan leépítésre került (Iliás, 2002). A vállalat újonnan kinevezett vezetése 1999-ben hirdette meg a regionális terjeszkedés stratégiáját, melynek fő eleme a felvásárlások révén történő növekedés. Az első megszerezhető célpont a szomszédos szlovákiai Slovnaft volt, a MOL vezetése azonnal kihasználta az 1999 novemberében kiírt tenderfelhívást

és sikerrel indult a pályázaton. Az azóta eltelt időben, immáron a Slovnaft-tal megerősítve, 25%+1 szavazat részesedést szereztek a horvát INA társaságban, kiskereskedelmi hálózatukat Románia felé terjesztik, és szó van a lengyel PKN-nel való szorosabb együttműködésről is, de érdeklődnek a cseh és a szerb olajtársaságok megvásárlása iránt is (HVG, 2003. augusztus 12.).

Az alábbi táblázatban a vizsgálat tárgyát képező Slovnaft ügylet idejéből származó adatokat láthatjuk a társaság működéséről, melyet összevetve a Slovnaft hasonló mutatóival kitűnik, hogy a MOL kb. háromszorosa a szlovákiai cégnek, de a hitelállományukat tekintve csaknem hasonló a helyzet, ami jelzi azt, hogy a Slovnaft mennyire el volt adósodva.

15. táblázat: A MOL Rt. fontosabb mutatói (1998-1999), millió USD

Mutató	1998	1999
Árbevétel	2.958	3.158
EBITDA	528	576
Értéksökkenés	-190	-223
EBIT	338	353
Pénzügyi műveletek ráf.	-39	-104
Nettó eredmény	235	287
Mérlegfőösszeg	2.835	2.949
Nettó hitel	661	654
Alkalmazottak (fő)	20.460	18.938

Forrás: www.mol.hu, MOL befektetői prezentáció

Slovnaft

A Slovnaft Szlovákia nemzeti olajvállalata, melynek gyökerei 1895-ig nyúlnak vissza, amikor az első ásványi olajfinomítót megépítették Pozsonyban. A cég a hatvanas években a finomító tevékenység mellett petrokémiai üzemet is elkezdett működtetni, és folyamatosan növelte termékeinek számát és minőségét (www.slovnaft.sk/showdoc.do?docid=1385). A kilencvenes években alakult át állami vállalatból részvénytársasággá, végül a privatizáció során állami kezekből a vezetés és

a dolgozók, valamint tőzsdei befektetők kezébe került, melyek tulajdonosi képviseletét a Slovintegra és a Slovvena nevű cégek látták el (HVG, 2000. április 1.). A Slovnaft az 1990-es évek végén fejlesztésekbe kezdett, melynek eredményeként pozsonyi finomítója Európa egyik legmodernebb finomítója lett. A cég nem foglalkozott kitermeléssel, a feldolgozásra kerülő kőolaj teljes mennyiségét vásárolta. A Slovnaft jelentős műanyag- és vegyipari kapacitásokkal is rendelkezett, piaci részesedése ezen szegmensben 80%-os volt a hazai piacon. A cég erős nagykereskedelmi pozíciókkal bírt a cseh piacon (25%-os részesedés gázolaj, 15% benzin esetében), valamint kiskereskedelmi hálózata négy országra (Szlovákia, Csehország, Lengyelország, Ukrajna) is kiterjedt 360 töltőállomásával (www.mol.hu, MOL befektetői prezentáció).

Az alábbi táblázat mutatja a Slovnaft teljesítmény-adatait, melyből láthatjuk, hogy a cég meglehetősen nehéz szituációba került. A fejlesztések nagy hiteligénye megroppantotta a cég pénzügyi helyzetét, ezért a bankok nyomására friss tőkebevonás céljából tendert írtak ki a cég részvényeinek egy csomagjára, ami biztosította a leendő szakmai befektetőnek az irányításban való 50%-os részvételt.

16. táblázat: A Slovnaft fontosabb mutatói (1998-1999), millió USD

Mutató	1998	1999
Árbevétel	1.031	1.043
EBITDA	163	129
Értékcsökkenés	-49	-66
EBIT	114	63
Pénzügyi műveletek ráf.	-87	-128
Nettó eredmény	2	-60
Mérlegfőösszeg	1.496	1.389
Nettó hitel	566	564
Alkalmazottak (fő)	7.742	7.540

Forrás: www.mol.hu, MOL befektetői prezentáció

A pályázatot a MOL nyerte meg 36,2%-os részesedést szerezve a Slovnaftban. 2000. március 31.-én írták alá a közös stratégiai partnerségről szóló megállapodást, mely szerint a MOL-nak két év elteltével opciója lesz további részesedés szerzésére, hogy

többségi tulajdonos lehessen, illetve ezt követően megszerezhesse a cég teljes részvénytábláját (Csabai, 2002). Az alábbi táblázatban áttekinthetjük a két cég főbb jellemzőit!

17. táblázat: A MOL és a Slovnaft főbb jellemzőinek összehasonlítása

Szempon	MOL	Slovnaft
Stratégia	Regionális vezető szerep elérése felvásárlások révén Hosszú távú	Elkerülni a csődöt, kifizetni a bankokat Rövid távú
Szervezet	Folyamatos szervezeti reformok	Az állami vállalatától örökölt struktúra
Vezetés	Szervezetalkítási, váltásvezetési tapasztalat Erős pénzügyi szemlélet (shareholder view)	A vezetés tulajdonos is egyben Gyenge krízismenedzsment Stakeholder view
Erőforrások	Korszerű finomítók Jelentős piaci részesedés a hazai és a környező piacokon Iparági vertikum kiépítése	Európa egyik legkorszerűbb finomítója Jelentős piaci részesedés a hazai és a cseh piacon
Teljesítmény	Sikeres tőzsdei szereplés	Csődközeli helyzet

A két cég fő jellemzőit összevetve világossá válik mindkét fél motivációja az együttműködésre: a MOL pénzügyi segítségével és vezetői tapasztalatával megerősítheti a Slovnaftot, melynek meglévő erőforrásai és piaci pozíciója nagyon vonzóak voltak a MOL számára. Az ügylet tehát barátságosnak tekinthető, a két cég egyaránt érdekelt volt az együttműködésben és a partnerségből fakadó előnyök kihasználásában. Ráadásul, a megnövekedett méret és piaci erő jó alapot biztosított a MOL-Slovnaft párosnak a stratégiában meghirdetett regionális terjeszkedés további folytatására.

Kronológia

Az alábbiakban a Slovnaft akvizíciójának fő lépéseit tekintem át a felvásárló szemszögéből. A háttérben meghúzódó politikai eseményeket (pl.: osztrák választások,

elhúzódó lengyel privatizációs döntések) szerepét a tender elbírálásánál nem taglalom, hanem a két cég közötti erőforrás-megosztásra és transzferre fókuszálok.

18. táblázat: A Slovnaft felvásárlásának folyamata

Időpont	Események
Felvásárlási stratégia	
1999. február	Az 1999-es év hozta el a MOL Rt. számára az új stratégia megfogalmazását, amelynek lényege a növekedés és ezáltal tartós versenyelőny szerzése (Berger, 2001a), valamint a részvényesi érték növelése (Merényi, 2002). Az iparági sajátosságok (érett iparág, korlátozott növekedés, erős verseny, méretgazdaságossági követelmények erősödése, konszolidáció) következtében hamar világossá vált, hogy a stratégiai célt, a méretnövelést organikus úton nem lehet megvalósítani, csak akvizíciók révén. A regionális iparági helyzet továbbá azt is előrevetítette, hogy a MOL maga is felvásárlási célpottá válhat, ha nem sikerül növekedési céljait megvalósítani (Mink, 2000). Valójában tehát már a stratégia hivatalos meghirdetése előtt elkezdődött a gondolkodás, és felmerült a felvásárlások gondolata.
Kiválasztás	
1999. október	A stratégia megvalósítására jó lehetőséget jelentett az olajipari vállalatok privatizációja a környező országokban. A Slovnaft tender kiírására a hitelező bankok kényszerítésére került sor, a cég a fizetésektelenség miatt kényszerült külső stratégiai partner keresésére és a korábban már a vezetés és a dolgozók kezébe került szlovák cég éppen „kapóra jött” a MOL-nak. A Slovnaft vonzerejét két tényező is növelte: egyrészt, a Slovnaft rendelkezett egy modern, EU-konform finomítóval, másrészt a cseh és a szlovák piac további növekedési potenciállal bírt, hiszen várható volt a gépkocsik számának növekedése (Berger, 2001b). Ezenkívül, a régióban azonosított lehetséges partnercégek közül (PKN, Petrom, INA, OMV, Slovnaft) egyedül az észak-déli irányú terjeszkedés tűnt megvalósíthatónak, de a horvát cég privatizációja politikai okok miatt csúszott, ezért csak a Slovnaft jöhetett számításba (Iliás, 2002).
Tárgyalások	
	Ajánlatadás
1999. november	A tárgyalások a tenderfelhívást, pályázatot követően kezdődtek. A Slovnaft iránt egyaránt érdeklődött az osztrák OMV, az orosz Lukoil és a lengyel PKN is (Csabai, 2000). Az előszelekciót három kiemelt feltétel alapján végezték el a szlovák félnél: mekkora részesedésre tesznek

	ajánlatot, milyen jövőbeli opciókat javasolnak, milyen modernizációs és egyéb célokat kívánnak a jelentkezők megvalósítani. Az ajánlatadást megelőzően a pályázaton indulni kívánók szigorú titoktartási nyilatkozatok aláírása mellett betekintést nyerhettek az ajánlat megtételéhez szükséges vállalati információkba. Ez alapján történt meg az értékelés, melynek stratégiai, technológiai és pénzügyi elemeit vizsgálták elsődlegesen. A MOL kiküldött szakemberei az adatszoba vizsgálat alapján felmérték a Slovnaft üzleti és pénzügyi értékét, a hatékonyságjavítási lehetőségeket, szinergiákat, majd egy pénzügyi modell segítségével, és tanácsadók bevonásával (J.P. Morgan) történt a cégérték meghatározása, ami a tárgyalások során a maximális árat kijelölte. Az előzetes ajánlat és a kötelező ajánlat között módosításokra volt lehetőség további piaci és profit információk birtokában, amelyeket az aláírás előtt tártak fel a Slovnaftnál. A részletes szöveges ajánlatban ki kellett térni előre meghatározott témákra, például: hogyan történik majd a petrokémiai üzemek felújítása, a töltőállomás hálózat fejlesztése (5 új kút létesítése és 15 kút felújítása volt a minimum követelmény), valamint maximális hatékonyságú finomító működtetés – ezeket a témákat a MOL szakértők egyenként megvizsgálták és válaszokat írtak rá, hozzátéve, milyen feltételek mellett látják megvalósíthatónak.
	Részletes tárgyalások
2000. január	Az ajánlatadási, elemzési és tárgyalási folyamatban a MOL részéről 10-20 fős csapat vett részt. Az ajánlat beadása után 2-3 héttel a Slovnaft vezetők és tanácsadók kielemezték az ajánlatokat, ezután kezdődtek a részletes tárgyalások a legkedvezőbb ajánlatot benyújtó MOL Rt.-vel. A tárgyaló team tagjai 3-3 főből álltak, és a felső vezetés tagjai képviselték a feleket, mely kiegyensúlyozottságra a MOL-nál külön figyelmet fordítottak (stratégiai, jogi és szakmai felső vezetőket delegálva a tárgyaló teambe). A beadott árajánlathoz képest ekkor már nem volt visszalépési lehetőség, de ráigérni még lehetett volna, ha szükségesnek látják. Az egyes – már az ajánlati felhívásban is kiemelt – témakörök tisztázása is itt történt meg, pontról pontra haladva. A működési rend kidolgozására külön figyelmet fordítottak, mert bár a MOL ekkor 36,2%-os részesedést vásárolt, az irányításban 50%-os volt a részvétele: 8 felső vezető és 8 igazgatósági tag közül 4-4-et a MOL delegált. Fontos stratégiai kérdésekben ¾-es többség (6 fő egyetértése) volt szükséges – ezt a kitévelt szlovák fél kérésére két éves időtartamra rögzítették –, ami könnyen patthelyzetet teremthetett volna, azonban ez a későbbiekben egyszer sem fordult elő, mindig meg tudták győzni a másik felet a stratégiai döntéseket illetően (Bálint, 2003a). A tárgyalások alatt a szervezeti kérdésekről is megállapodtak, és

	nemcsak a vezetői pozíciókat osztották el egyenlő arányban, hanem a 40 kulcspozíciót is a szervezetben (Vrannai, 2002). Ezeket a megállapodásokat jogilag részletesen szabályozták, és heteket vett igénybe, míg percízen szerződéses formába öntöttek mindent.
	<i>A tárgyalások lezárása</i>
2000. március 31. – 2000. december	A tárgyalások lezárására és a szerződés aláírására ünnepélyes keretek között került sor. A közvélemény tájékoztatására sajtóközleményt adtak ki, és számos feladatot kellett még elvégezni az ügylet végleges lezárásához. Ilyen feladatok voltak a pénzügyi zárások elvégzése, a hivatalos átadás és átvételi okmányok elrendezése, a likvid eszközök és ingatlanok részletes listájának összeállítása és ellenőrzése, majd pedig a vételár átutalása és az új tulajdonosi struktúra rögzítése. A Slovnaft 2000. december 20-ai rendkívüli közgyűlésén választották meg az új vezető tisztségviselőket, így a vezető testületekbe bekerültek a magyar fél delegáltjai is (Berger, 2001b). A ügylet lezárása előtt még a magyar, cseh és szlovák Versenyhivatal jóváhagyását is meg kellett szerezni (Csabai, 2000), ez a versenyhivatali vizsgálat mintegy fél évet vett igénybe, és a jóváhagyást követően sor kerülhetett az ügylet végleges lezárására 2000 év végén. A tranzakció értéke 262 millió USD, mely 150 millió USD tőkeemelésen és 112 millió USD részvényvásárláson keresztül valósult meg (www.mol.hu). A MOL egyben opciót szerzett arra, hogy két éven belül részesedését 50% fölé emelje (Csabai, 2002).
Integráció	
	<i>Részleges integráció</i>
2001. január	Az integrációt előkészítő munkálatokban 2000 májusától már funkcionális területekre specializált task force-ok is részt vettek, hogy ezzel is támogassák az elkövetkező időszak feladatainak meghatározását. Az integráció azonban még csak részleges volt, hiszen két különálló jogi entitás maradt a két cég, a MOL részesedése még csak a részvények egy 36,2%-át tette ki. A közös munka az előkészítést követően 2001 év elején indult meg. Az integráció szervezeti támogatására és koordinálására alakult meg a MOL-on belül a Slovnaft Portfolio Management szervezeti egység, mely megtestesítette a MOL tulajdonosi képviseletét a Slovnaft-tal való kapcsolattartásban, és ez a szervezeti egység volt egyben a sinergiák realizálását támogató fő fórum is. Ez a 4-5 fős szakértői testület készítette elő az igazgatósági üléseket, az üzleti terveket és beszámolókat, szoros

	pénzügyi kontrollt biztosítva a Slovnaft működése felett. 2002 novemberében a MOL lehívta opcióját, és megállapodott a részesedésének 67,8%-ra való emeléséről, melynek részeként részvéncsere révén a szlovák cég közel 10%-os részesedést szerzett a MOL-ban (HVG, 2002. november 30.).
	<i>Teljes integráció</i>
2004. január 1.-től	2003 elején indult az integrációs projekt, melynek előzetes ütemezése szerint március végéig kellett elkészíteni a nagyvonalú terveket a közös működés részleteiről. Augusztus 4.-én tárgyalta az igazgatóság a szervezeti koncepciót, ez volt a projekt első fázisának lezárása. A feladatok végrehajtása, a szervezetátalakítási lépések megtétele szeptembertől az év végéig zajlik, mert a célkitűzések szerint 2004. január 1.-től már az integrált MOL-Slovnaft szervezet működik (Sajtóközlemény, 2003. december 22.). Ennek feltétele a véglegessé vált szervezeti koncepció, mely szakemberekkel majdnem teljesen feltöltve, világos feladat és felelősség elhatárolások mentén új folyamatokkal és támogató rendszerekkel működik. A részletes folyamat-harmonizáció és a vállalatirányítási rendszerek (SAP R/3) kiterjesztése 2004 feladata. Az integráció után egyes területek vezetése Pozsonyban, míg másoké Budapesten lesz.

Szinergia potenciál

A MOL Rt. már a tárgyalások során igyekezett számszerűsíteni az együttműködés várható előnyeit, mivel az ajánlati árat ez alapján döntötték el. A szinergialehetőségek és az érdeükben tett ráfordítások is pontosan meghatározásra kerültek, és az egyéb pénzügyi számításokkal (pl.: cash-flow előrejelzés) együtt végeredményben a maximális ajánlati ár meghatározásához vezettek.

A MOL-nál alkalmazott szinergia értelmezés a következő: „A szinergia mindazon hatékonyságjavítási lehetőség, ami azáltal áll elő, hogy két cég partnerséget létesít.” Konkrétan, funkcionális területekre bontva azonosították a szinergia potenciálokat, majd ezek pénzügyi hatásait (költségcsökkentés, bevételnövelés) kimutatva határozták meg a Slovnaft értékét a MOL számára.

A vizsgált funkcionális területek a következők voltak:

- *Beszerezés, beruházások:* A vegyszervásárlásoknál a nagyobb megrendelt mennyiség miatt az alkupozíció javul a beszállítókkal szemben, ami kedvezőbb

beszerzési árak elérését teszi lehetővé. A megnövekedett méret, termelés, a kapacitások jobb kihasználása javítja a nagyobb beruházási projektek megtérülését.

- *Termelés:* A finomítók termelését egy optimalizációs modell segítségével összehangolva a pozsonyi és a dunai finomítók komponenseket tudnak egymásnak küldeni a kapacitások jobb kihasználása érdekében, ami költségcsökkentéshez vezet, valamint a termékskála összetételéből adódóan (eltolódás a nagyobb feldolgozottságú, azaz nagyobb hozzáadott értékű termékek felé) árbevételnövekedést is eredményez a magasabb minőségű termékek miatt¹¹. Megvalósulhat a termelési tapasztalatok cseréje is a szakemberek között, például problémás helyzetek megoldása során.
- *Logisztika:* A közös fuvarelosztás és fuvarszervezés révén jobb kapacitáskihasználtság és ezáltal költségcsökkentés érhető el.
- *Nagykereskedelem:* A földrajzi átfedések megszüntetése révén racionalizálás (pl.: Ausztriában a MOL és a Slovnaft is rendelkezett nagykereskedő céggel).
- *Kiskereskedelem:* Közös üzemanyagkártya bevezetése, és ezáltal árbevételnövelés – mivel a fogyasztók számára előnyösebb egy nagyobb hálózattal rendelkező benzinkútnál tankolni.
- *K+F:* A kutatási műszerek közös használata, technológiák közös beszerzése költségcsökkentéshez vezet. Új ötletek merülhetnek fel a termékfejlesztésben.
- *Pénzügy:* A MOL-nak nagyobb tapasztalata volt az adósságállomány kezelésében, és a pénzügyi menedzsment gyakorlat átültetése kimutatható előnyöket eredményez a cég gazdálkodásában. A Slovnaft veszteségek

¹¹ A piacon inkább a közepes minőségű termékből volt túlkínálat, a magasabb színvonalúaknál nem, ami elkerülhetővé tette, hogy a két finomító kapacitásait nem tudják kihasználni. Ezenkívül a pozsonyi finomító a benzinfinomításra, míg a MOL dunai finomítója a diesel előállításra specializálódott. A Slovnaft megvásárlása emellett a petrokémia felé történő nyitásnak is megfeleltethető, melyet később a TVK tevékenységével lehetett kombinálni (Iliás, 2002).

megteremtették bizonyos adócsökkentési lehetőségek kihasználását is, továbbá a nem illeszkedő egységek divesztíciójából bevételekre lehet szert tenni.

- *Emberi erőforrás menedzsment:* A munkaerőgazdálkodás, a létszámleépítések eredményei tartoznak a jobban számszerűsíthető tényezőkhez, melynek ráfordításai is jobban tervezhetők. A nehezen felmérhető, vezetésben és a tapasztalatcserében rejlő szinergialehetőségek kiaknázására a rotációs program, valamint a felső vezetésbe és a kulcspozíciókba delegált MOL képviselők teremtették meg a lehetőséget. A MOL előnye a határon átnyúló (cross-border) ügylettel az is, hogy a további terjeszkedési lépéseihez, régióbeli felvásárlási tervei megvalósításához értékes tapasztalatokra tehetett szert, melyet egy tanulási folyamat fontos lépcsőjének tekinthetünk.
- *Társaságirányítás:* A hatékonyabb társaságirányítási módszerek átvételével a Slovnaft igazgatóságának és vezető testületeinek munkája eredményesebbé válik, jobb döntések hozhatók. (Bevezetésre kerülhetnek a kulcs teljesítmény jelzőszámok – Key Performance Indicators -, ami alapján egyszerűbben áttekinthető a Slovnaft működése.)
- *Corporate services:* A támogató tevékenységek hatékonyabb megszervezésével költségcsökkentés érhető el, például közös készletezési politika alkalmazásával, IT beszerzések, karbantartások összehangolásával, jogi kérdések, szerződések, adminisztratív folyamatok szabályozásával.

A MOL a befektetőknek tartott prezentációjában az értékteremtés forrásaként összefoglalóan azt jelölte meg, hogy a MOL költségcsökkentési tapasztalatait a Slovnaft esetében is jól tudja majd kamatoztatni, továbbá az összehangolt piaci fellépés révén jobb stratégiai pozíciót tudnak elérni, ami a bevételek növekedésében fog tükröződni.

Az egyes területeken a szinergia potenciál realizálása érdekében végrehajtandó akciókat is előzetesen felmérték és prioritásokat jelöltek ki a megvalósításban. Számok tükrében az elvárások a következők voltak a Slovnaft 2000 évi üzletértékelő beszámolója alapján, melyet 2001 márciusában készítettek.

19. táblázat: Szinergia-tervek a Slovnaft ügyletben

Terület/ millió \$	2001			2002			2003		
	Slov.	MOL	Össz.	Slov.	MOL	Össz.	Slov.	MOL	Össz.
Finomítás	1		1	7,6	6	13,6	7,6	6	13,6
Logisztika	4,6	0,1	4,7	5,8	0,1	5,9	5,8	0,2	6
Nagyker.	2,9	1,2	4,1	7	2,7	9,7	7	3,3	10,3
Kisker.	1,6		1,6	5,1		5,1	5,1		5,1
Corp.serv.	0,5	0,9	1,4	1,8	2,2	4	2	2	4
Pénzügy	2,8		2,8	3,9		3,9	3	0,5	3,5
HR ktg.	-3,2		-3,2	-3,2		-3,2	-3,2		-3,2
Összesen	10,2	2,2	12,4	28	11	39	27,3	12	39,3
Egyéb* (évente, 2002-től)				Kb. 11 – 23 mUSD			Kb. 11 – 23 mUSD		
* Egyéb szinergiák = közös nyersanyagbeszerzés, termelésoptimalizálás, leányvállalatok integrálása, működési hatékonyság javulása, divesztíciók									

Forrás: Vállalati dokumentum, Slovnaft Business Appraisal, March 2001

A szinergia potenciálok tervezése évente ismétlődő folyamat, nemcsak az ár meghatározásánál használták. Az éves tervezési rendszerben a szinergiákat „benefit”, vagyis haszon néven tartják számon, és évente a realizált eredmények tükrében lehetőség nyílik az eltérések okának elemzésére, a későbbi tervek korrigálására, a szükséges intézkedések megtételére. Azt lehet mondani, hogy a szinergia lehetőségek folyamatos keresése jellemzi az egész MOL-Slovnaft ügyletet, párhuzamosan a szigorú, módszeres megvalósítással és ellenőrzéssel. Az integráció kiteljesítésével további megtakarításokat prognosztizálnak, 2005-ben már 70 millió USD éves szinergiát várnak (Vállalati dokumentum, A MOL-Slovnaft együttműködés, 2003. február). Az üzleti tervekbe is beépítik ezeket a szinergia elvárásokat, és így az jól számonkérhetővé válik.

A szinergia realizálása

A szinergia potenciálok megvalósulását a témakörökre specializált task force-ok folyamatosan nyomon követték és ellenőrizték az üzleti értékelésekben, mely negyedévente részletezte az akciók állapotát. A 2001-es évet értékelő igazgatósági ülés

a Slovnaft történetének eddigi legmagasabb profitját (3,2 mrd SKK) rögzítette, és a szinergiákra vonatkozó tervek is teljesültek. Ez két ellentétes hatás következménye: a kedvezőtlen piaci viszonyok és egy váratlan műszaki leállás csökkentette az elérhető nyereséget, míg az új integrált beszerzési, logisztikai, értékesítési rendszer és a pénzügyek átstrukturálása a vártnál jobb eredményeket hozott. A két hatás eredője tette lehetővé a tervek elérését.

20. táblázat: A szinergia-tervek realizálása a Slovnaft ügyletben

Terület/ millió \$	2001			2002			2003 terv		
	Slov.	MOL	Össz.	Slov.	MOL	Össz.	Slov.	MOL	Össz.
<i>Termelés</i>	0,4		0,4	8	2	10	23,5	2,6	26,1
<i>Marketing Logisztika</i>	7,6	3,5	11,1	11,8	4,5	16,3	10,7	4,9	15,6
<i>Kisker.</i>	0,5		0,5	6,4	0,5	6,9	6,1	1,2	7,3
<i>Corp.serv.</i>	0,5	0,9	1,4	2,3	1,2	3,5	4,9	4,2	9,1
<i>Pénzügy</i>	4,2		4,2	9,9	1,2	11,1	7,3	5,3	12,6
<i>HR ktg.</i>	-2,6		-2,6	-2,8		-2,8	-3,2		-3,2
Összesen	10,6	4,4	15	35,6	9,4	45	49,3*	18,1	67,4
* Az integráció mélyítése következtében 20,5 mUSD „új” szinergia-többséggel lehet számolni 2003-ban									

Forrás: Vállalati dokumentumok: Slovnaft Group, Evaluation of 2002 performance, Appraisal meeting, March 25, 2003; Slovnaft Business Review, May 25, 2003

Összevetve a tervekkel a szinergia realizálás mértéke meghaladja a várakozásokat, ami azt eredményezte, hogy a 2003-as terveket jelentősen felfelé kellett módosítani. A szinergia realizálás során azonban voltak olyan tervek, amiket nem sikerült megvalósítani. Ezeket szintén azonosították, és az egyes funkcionális területekhez rendelve elemezték, majd a tanulságokat levonva akciókat fogalmaztak meg a jövőre nézve. Ugyanez az eljárás valósult meg a terveken felül felbukkanó szinergiák esetében is.

Néhány nem megvalósult potenciális szinergia:

- *Logisztika*: A folyamatok részletes áttekintésekor kiderült, hogy nincsen olyan sok keresztbeszállítás és átfedés az útvonalak között, mint gondolták.

-
- *Kiskereskedelem:* A közös üzemanyagkártya bevezetése csúszott technikai akadályok miatt. Ezenkívül későn fogadták el a kiskereskedelmi stratégiát, ami ahhoz vezetett, hogy a Benzinol kúthálózatot később tudták integrálni.

Néhány terven felüli szinergia:

- *Marketing:* A MOL marketing módszereivel harmonizáló ún. egyutas megközelítés (single channel approach) bevezetése a vártnál jobban javította az eredményeket.
- *Pénzügy:* A hitelek sikeres újratárgyalása és átütemezése, valamint egy előrehozott fizetés kamatmegtakarításai a vártnál jobban javítottak a pénzügyi eredményeken.

A szinergiák realizálásának negyedéves (illetve a főbb mutatóknak havi rendszerességű) nyomonkövetése azonnali akciókat tesz lehetővé, ami felső vezetői támogatással valósul meg, hiszen minden területnek kijelölt felelőse és szponzora, valamint rögzített ütemterve van. A beszámolók mindig hasonló struktúrában készülnek, és a piaci környezeti változásokat is tartalmazzák, ami lehetővé teszi a szinergiák realizálást befolyásoló külső tendenciák vizsgálatával az előzetes felkészülést és akciótervet. Évközben már nem módosítják a terveket, de az év végi értékelésen világosan tisztázni lehet mikor és miért történt változás a tervekhez képest, és a tanulságok beépíthetők a következő évi tervekbe.

A realizált szinergiák funkcionális területek szerinti megoszlását vizsgálva az derül ki, hogy a legtöbb szinergiát a finomítás területén sikerült realizálni (az összes realizált szinergia 21%-a innen származik), vagyis a felvásárlást motiváló egyik fő tényező igazolta a várakozásokat. A kereskedelem 13%-os és a kiskereskedelem 7%-os hozzájárulása az eredményekhez a marketing erőforrások, tapasztalatok megosztásából, valamint a földrajzi közelség előnyeinek kihasználásából ered. A pénzügyi szinergiák 6%-t teszik ki az összes realizált szinergiának, a közös társasági szolgáltatások (corporate services) által elért megtakarítások 10%-ra rúgnak (Vállalati dokumentum, 2004. január 21.).

A felvásárlás értékelése

A realizált szinergiák alapján pénzügyi szempontból is igazolható vált, hogy a Slovnaft-ért fizetett összeg jó befektetésnek bizonyult. Az integráció elmélyülésével az eddigieknél több lehetőség adódik további szinergialehetőségek kiaknázására. Az integráció 2004-et megelőző szakaszának értékelése nem történhet a szinergiamenedzsment gyakorlat értékelése nélkül, hiszen a két folyamat egyszerre zajlott, azaz a szinergia realizálására indított projektek egyben integrációs projektek is voltak.

Az integrációt támogató fő eszköz a következetes projektmenedzsment volt, a világos célkitűzéseknek megfelelően a végrehajtás pontos kontrolljáig a vezetés teljesen irányítása alatt tartott a folyamatot. Az alkalmazottak is tisztában voltak az elvárásokkal és tervekkel, mert a vezetés több csatornán (pl.: személyre szóló levelek, vállalati újság, hírlevél, intranet, vezérigazgatói üzenet) keresztül kommunikálta a tranzakcióval kapcsolatos információkat, ami a változások elfogadását segítő kiindulási alapot jelentett. A személyi döntéseket gyorsan meghozták, és a Szlovákiába kiküldendő munkatársak számára külön nyelvi és szakmai felkészítést tartottak (Vrannai, 2002). A szlovák és magyar kollégák már 2000 közepétől, a kiküldetésük előtt együtt dolgoztak az előkészítő munkálatokon, ezért hamarabb megismerték egymást, és ez végeredményben a közös munkát segítette.

A szervezeti kultúrák különbözőségéből fakadó ellentétek kezelése jelentette az egyik legnagyobb kihívást (pl.: a MOL-osok kritikusabbak voltak, míg a Slovnaft-nál a vezetői utasítások fegyelmezett végrehajtása volt jellemző). További nehézséget okozott, hogy a Slovnaft-nál jelentős létszámleépítések történtek (a kezdeti 8000 fős létszám 6000 körülire csökkent három év alatt), és a slovnaftosok vesztésként élték meg a partnerséget, ami csak igen lassan oldódik. A helyzetet az segíti, hogy az igazgatóságban fele-fele arányban vannak a két cég képviselői, és az új szervezeti működésben is számos kulcsterületet slovnaftos vezetők irányítanak (elsősorban a finomításhoz kapcsolódóan). Ezenkívül, a kommunikációban mindvégig a partnerség kiemelése az elsődleges, egy új, közös cégidentitás kialakításán van a hangsúly, hogy a „mi-ők” ellentét csökkenjen. Az ügylet barátságosságának kommunikálása az egyéb

külső érintettek szempontjából is fontos, hiszen a nemzeti kultúrák eltérése, és politikai tényezők szintén kihatnak az együttműködés megítélésére (Hlavay, 2003).

A szinergiák realizálását a pontos tervek és a folyamatos csapatmunka vitte előre, melynek során a fő problémát a számszerűsítés jelentette: egyrészt, a szinergia potenciál becslése, másrészt a realizált szinergia számonkérése, mivel viszonyítási alap híján az ellenőrzés is nehezebb. A funkcionális task force-ok az adott terület szakértőiből álltak össze, és intenzív gondokodás eredményeképpen sok új ötlettel sikerült előállni. A Slovnaft Portfolio Management vezetője szerint „szinte nem lehet fölébecsülni a szinergiákat”, mivel ha a célokat követve kitartóan foglalkozunk a megvalósítással, akkor újabb lehetőségek bukkannak fel menet közben. A vezetők értékelése a felvásárlásról, hogy az nagyon sikeresnek mondható, hiszen az eredmények mellett mindkét cégre pozitív hatást gyakorolt az együttműködés, és egyszer sem kellett krízishelyzettel szembenézni (Bálint, 2003b).

Ez a felvásárlás nagyon jól illusztrálja a *szimbiotikus* integráció folyamatát, hiszen mind a stratégiai függőség, mind a szervezeti autonómia iránti igény magas volt, és a felek arra törekedtek, hogy a kölcsönös előnyök kihasználása mellett egy kölcsönös tanulási folyamat is lejátsszódjon. A két szervezet közötti interakciók fokozatosan teljesedtek ki, és mindvégig célkitűzésként szerepelt a tudástranszfer ösztönzése és eredményeinek beépítése az új működésbe.

Összességében tehát egy olyan tanulási folyamat játszódott le a MOL-Slovnaft ügylet során, aminek nemcsak az a jelentősége, hogy sikerrel integrálták a két céget, hanem az, hogy a jövőbeli növekedési tervek megvalósításához, az újabb felvásárlásokhoz szükséges képességek birtokába jutott a MOL.

5.1.3. Együtt és mégis külön: a Wallis és az Elender

Magyarország a felvásárlási ügyletek értéke alapján nem tartozik a jelentős akvizíciós piacok közé, és még kevesebb azon nagy konglomerátumok száma, akik nem kapcsolódó diverzifikáció révén növekednek. A hazai befektetői csoportok közül kiemelkedik a Wallis Rt., az Arago Rt., és a Bankár Csoport, melyek a legaktívabb felvásárlók hol stratégiai, hol pénzügyi szempontok által vezérelten. A következő eset a Wallis Rt. informatikai szektorba történő stratégiai nyilvántartott befektetését

vizsgálja, a PSINet Magyarország Kft. felvásárlását és a holdinghoz csatolását elemzi. Az ügylet időhorizontja 2001 nyaratól 2003 nyaráig terjed, de a felvásárolt vállalat sajátos története miatt egészen 1998-ig vissza kell tekintenünk a pontos értékelés érdekében. A Wallis Rt. webfejlesztéssel foglalkozó cégét, a Webigen Rt.-t a célvállalat elődjéről választották le, majd az ügylet 2002-es lezárásával jogilag és szervezetileg is visszaolvasztották. Azaz a vizsgált ügylet egyszerre tartalmaz nem kapcsolódó elemeket (a felvásárolt vállalat beillesztése a holding portfólióba) és horizontális elemet (a meglévő informatikai cég és a felvásárolt cég összeolvasztása). A szinergia realizálás szempontjából elsősorban a nem kapcsolódó felvásárlás jellemzőit helyezem előtérbe, de az integráció és a vállalatcsoportba való beilleszkedés kapcsán szó lesz a két azonos iparágban működő cég összeolvasztásának vezetési feladatairól is.

Hasonlóan az előző esettanulmányokhoz, itt is először a szereplőkkel ismerkedhetünk meg, majd a folyamat leírása és a szinergiamenedzsment kérdések következnek.

Szereplők

Wallis Rt.

Hazánk legnagyobb magántulajdonban lévő cégcsoportja 1990-ben alakult (első vállalatuk a Wallis Holding Kft.), az azóta eltelt 13 évben rendkívüli eredményeket felmutatva növekedett, és mára már 114 céget birtokol. A cégcsoport irányító vállalata, az 1994-ben megalakított Wallis Befektetés, Gazdasági és Vagyonkezelő Rt. 2002-ben 18,58 milliárd Ft saját tőkével rendelkezett (Bálint, 2003). Árbevétele 2002-ben meghaladta a 102 milliárd Ft-ot, mérleg szerinti eredménye azonban a 2001-es 2,2 milliárd Ft-os nyereséget hozó év után 681 millió Ft-os veszteséget mutatott, 1,7 milliárdos adózás előtti eredmény mellett (Wallis Rt. Éves jelentés, 2002). A Figyelő TOP200-as listáján 2002-ben nettó árbevétel szerint a 39. pozíciót szereztek meg, 7500 fős alkalmazotti létszámuk alapján a 12. legnagyobb foglalkoztatók hazánkban (Figyelő TOP200, 2003). A Wallis Rt. befektetéseit stratégiai és pénzügyi érdekeltségekre¹² tagolja, melyeket az alábbi összefoglaló táblázatban láthatunk:

¹² Ehhez hozzá kell tenni, hogy a stratégiai befektetés a Wallis cégcsoporton belül azt jelenti, hogy hosszú távon is a portfólióban kívánják tartani az adott céget, tehát a szakirodalomban a stratégiai befektetéseket szakmai befektetőként definiáló értelmezéstől némileg eltérő a Wallis felfogása.

21. táblázat: A Wallis Rt. fontosabb befektetései

Besorolás	Érdekeltség	%
<i>Stratégiai vállalatok</i>	Wallis Autó Holding Rt.	100%
	Wallis Ingatlan Rt.	100%
	Graboplast Rt.	80%
	Hajdú-Bét Rt.	83%
	Elender Kft.	78%
<i>Leányvállalatok</i>	Café csoport	95%
	Hungaroholding csoport	100%
	Wallitrade Kft.	100%
<i>További befektetések</i>	Parád Kristály Manufaktúra Rt.	40%
	Rába Járműipari Holding Rt.	8%
	Vilati Gyártó Kft.	100%

Forrás: www.wallis.hu (Wallis-térkép), 2003. június 30.-ai állapot

Bajnai Gordon, a cég vezérigazgatója szerint a Wallis-csoport erőssége vezetési tapasztalatukban és reorganizációs képességeikben és alkalmazkodóképességükben rejlik, sok vállalatfelvásárlást tudnak már a hátuk mögött, melyek számos tapasztalattal szolgáltak (Berger, 2001). A cégcsoportok alholdingokat alkotnak széles spektrumot lefedve a magyar gazdaságban a baromfifeldolgozástól az autóértékesítésen keresztül az ingatlanfejlesztésig, de értékelésük fő kritériuma közös: a piacvezető pozíció elérésére való képesség és a tulajdonosi értéknövelés biztosítása (www.wallis.hu). A holding tulajdonosainak stratégiai céljai között szerepel a majdani tőzsdei megjelenés, de csak kedvező tőkepiaci körülmények esetén, és amennyiben friss tőkére lesz szükség (Csabai, 2003). A legújabb, nem túl kedvező gazdálkodási eredmények miatt a cégcsoport most nehezebb időszak előtt áll, egyes befektetései nem hozták meg a várt eredményeket (Hajdú-BÉT Rt., Est Taxi, Dunasolar Rt.), aminek következtében

stratégiaaváltás várható (Bálint, 2003; HVG, 2003. július 26.). A vezérigazgató nyilatkozata szerint: „A Wallis tevékenységének további tisztítása és a portfólió növekedés-orientált elemeinek megerősítése mellett döntöttek a tulajdonosok.” (Bálint, 2003, p. 72.), ezért a fókuszálás miatt a Hajdú-BÉT és az Elender kikerült a stratégiai érdekeltségek köréből, azaz eladásukra lehet számítani.

Webigen Rt.

A Wallis Rt. IT szektorba történő befektetéseit stratégiai (hosszú távú) befektetésekként kezelte (www.wallis.hu), a szektorba 2000-ben léptek be a Webigen Rt. társtulajdonosaként. A lehetőséget az kínálta, hogy a PSINet Inc. az üzleti felhasználókra való fókuszálás jegyében átszervezte az 1999-ben megvásárolt Elender Informatikai Rt.-t, és ekkor került leválasztásra a webfejlesztéssel foglalkozó üzletág, melyet az Elender Webstúdió Kft. (alkalmazásfejlesztés) és az Elender Online (tartalomszolgáltatás) képviselt, ők alkották a Webigen Rt. „magját” (Prim Online, 2000. szeptember 15.). A Webigen Rt.-be a Wallis és a PSINet 16 millió dolláros tőkét injektált (Figyelő, 2000. december 21.), azzal a stratégiai céllal, hogy a céget regionális szinten vezető internetes szolgáltatóvá tegyék. A Wallis részesedése 73,5%-os volt, apportként további két társaságot, a Land-Walking Kft.-t (reklámügynökség) és az MTM Call Center Kft.-t, vittek a Webigen Rt.-be (HVG, 2000. július 8.). (A helyzet érdekessége, hogy az Elender Rt.-ből 2000-ben leválasztott részek a PSINet Magyarország Kft. Wallis-os felvásárlását követően 2002-ben újból összeolvadtak korábbi anyacégükkel.)

A 4,3 milliárd Ft alaptőkével alapított 70 fős cég első nagyobb munkái között szerepelt a Wallis tulajdonában lévő Graboplast számára e-business megoldások kifejlesztése (Riba, 2000). A Wallis Rt. eredeti elképzelése az volt, hogy többségi részesedését folyamatosan csökkenti a Webigenben, de a várt nagyobb volumenű megrendelések elmaradtak, a cég nem tudott megerősödni, sőt a PSINet is csődbe került, ezért annak 15%-os pakettjét átvéve a Wallis részesedése már 88%-ra emelkedett. A 2001-ben 2 milliárd Ft forgalmat bonyolító Webigen árbevételének mindössze 2%-a származott internetes szolgáltatásokból, a többi a Wallis által apportált cégek tevékenységéből eredt (HVG, 2002. december 7.). A Wallis ekkor stratégiát váltott, és szakmai

befektetőt próbált keresni a céghez, valamint Café Csoport néven leválasztotta a reklámtevékenységet, és a call centert is külön cégbe szervezte. 2002 márciusában kötöttek szerződést a Vivendivel az átalakított Webigen 33%-ának értékesítéséről, de a Vivendit sújtó nehézségek miatt ez a részesedés igen hamar (2002 szeptemberében) visszakerült a Wallis-hoz. A Webigen Rt. 2002-ben megvásárolta az Index.hu Rt. részvényeinek 31%-át (Prim Online, 2002. október 10.), ezzel fokozva jelenlétét a szektorban. A 765 millió Ft jegyzett tőkéjű Webigen Rt. végül 2002 októberében beolvasztásra került az újra hazai kézben lévő Elender Rt.-be, így valójában helyreállítva az eredeti állapotot (HVG, 2003. augusztus 2.).

PSINet Inc.

2001-ben a virginiai székhelyű PSINet Inc. 30%-os piaci részesedésével a világ egyik vezető üzleti internetszolgáltatója volt (28 országban 80 ezer vállalati ügyfelet kiszolgálva), mely 1989-es alapítását követően 1995-ben, a nagy internetes fellendülés időszakában ment a tőzsdére (Gaal, 2001). 2001 márciusára azonban a valaha 60 dollárt érő részvények árfolyama a mélybe zuhant, és a vezetés csődvédelembe menekült, mivel a cég adósságállománya 3,6 milliárd dollárra rúgott 3 milliárdos vagyoni érték mellett (Gaal, 2001).

Az internetes cégek tőzsdei fellendülésben megerősödött PSINet stratégiája a növekedésen alapult, nemcsak a felhasználók és a hálózati hozzáférések számát tekintve, hanem az újabb üzleti szegmensek kiaknázásában is: felvásárlások révén beléptek a webes szoftverfejlesztés, és a hálózatüzemeltetés területére, és terveik között szerepelt a telekommunikációs piac meghódítása is. De a cég karizmatikus vezérigazgatója, William Schrader, az internetes lufi kipukkanását követően már nem tudta megvalósítani ambiciózus elképzeléseit, leányvállalatai nagy többsége óriási veszteségeket termelt (HVG, 2000. december 9.). A hitelállomány átstrukturálása, valamint számos leányvállalatának az alaptevékenységre való fókuszálás jegyében történő értékesítése sem segített konszolidálni a céget, amely így végleg csődbe jutott. Magyarországi érdekeltsége, a PSINet Magyarország Kft. azonban a kevés nyereséges leányvállalat közé tartozott, így az európai részleg egyik koronaékszerének számított.

PSINet Magyarország Kft. (és elődje, az Elender Informatikai Rt.)

Lepp Gyula és Budafoki Róbert 1990-ben alapította meg a számítástechnikai eszközökkel kereskedő Elender Computer Kft., melynek tevékenységi körébe később a taxiórák áthangolása és a pénztárgépek forgalmazása is bekerült. Ezen tevékenységek profitja tette lehetővé az internetes üzletágban való megjelenést 1995-ben, melynek a Sulinet-tender 1997-ben történő megnyerése adott további lendületet. A hálózat építése az ismertség mellett jelentős költségekkel járt, ezért 1998-ban két kockázati tőke társaságot (Advent International Kft. és Equinox Ventures Kft.) vontak be a tulajdonosi körbe, akik 4 millió dollárért megvásárolták a cég 25%-át, valamint ekkor került be a tulajdonosi körbe Lepp Gyula és nővére mellett Kóka János, aki az internetes üzletágot is vezette. A feltőkésítést és a zártkörű részvénytársasággá alakulást követően a cégre több külföldi cég is szemet vetett (HVG, 2002. december 7.). Hazánk második legnagyobb internetszolgáltatóját, az Elender Informatikai Rt.-t végül 1999 szeptemberében vette meg a tulajdonosoktól a PSINet Inc. (HVG, 2000. december 9.) – meg nem erősített piaci információk szerint 32 millió dollárért (Gaal, 2001; HVG, 2000. december 9.) –, mely a lakossági előfizetők (Inter.net Magyarország Kft.) és a webfejlesztési üzletág (Webigen Rt.) leválasztásával, az üzleti előfizetőkre fókuszálva 2001 februárjában alakul át PSINet Magyarország Kft.-vé. Az átszervezés előtt az Elender 1999-ben 3,5 milliárd Ft-os árbevétel mellett 433 millió Ft veszteséget termelt, 35 ezer egyéni előfizetőjével 15-20 % piaci részesedést ért el a lakossági szegmensben, míg 600 vállalati ügyfele 30-35 % piaci részesedést jelentett (HVG, 2000. december 9.). A PSINet azonban 2001 nyarán csődbe ment, és hazai cége az európai részleget megvásárló angol-izraeli konzorcium tulajdonába került. A Wallis már ezt megelőzően kifejezte érdeklődését a magyarországi leányvállalat megvásárlása iránt, de a PSINet nem akarta nyereséget termelő cége nélkül értékesíteni európai részlegét, ezért az ügylet megkötése 2002 októberéig váratott magára (HVG, 2002. december 7.).

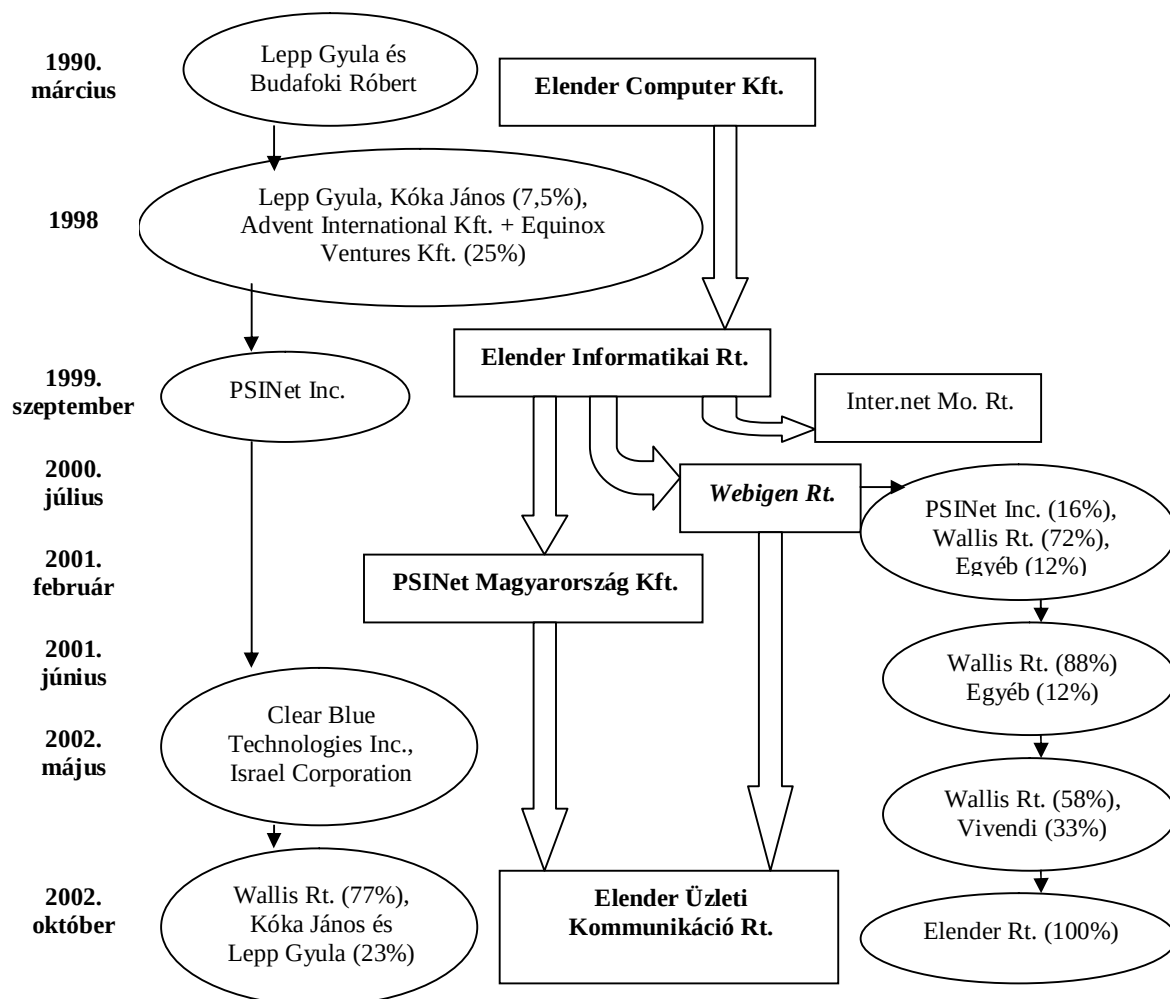
A 2001-ben 5 milliárdos árbevételt elérő PSINet Magyarország Kft. 2002-ben szövetségek segítségével célozta meg a további piaci lehetőségek kiaknázását. A Webigen Rt.-vel közös termékfejlesztéseket és beruházásokat terveztek végrehajtani, az internetszolgáltatási értékláncban mind előre, mind hátrafelé történő integráció révén,

újabb szolgáltatásokkal (üzemeltetés, infrastruktúra fejlesztés, IT outsourcing) bővítve az alaptevékenységet (az internethozzáférést). Stratégiai megállapodásukat 2002 februárjában írták alá (www.eol.hu/index.php?/Magyar/Honlap/cegunkrol/cegtortenet). Az Interware-rel kötendő partnerség, a legnagyobb magyarországi szerverüzemeltető infrastrukturális háttérét kihasználva szintén ennek a stratégiának a támogatója volt (Figyelő, 2002. február 14-20., p. 29.).

2002. október 7-én a Wallis Rt. (77%) és két korábbi tulajdonos, Lepp Gyula és Kóka János (23%) megvásárolta a cég részvényeit, és az első döntéseik között az szerepelt, hogy a Wallis tulajdonban lévő Webigen Rt.-t beolvasztják az időközben Elender Üzleti Kommunikáció Rt. nevet felvevő cégbe. A Wallisnál így kialakult informatikai portfólió (Elender-Webigen-Index) egyedülállóan erős versenytársként tud fellépni a Matáv vezette Matávcom-Axelero-T-Systems–Origo cégegyüttessel szemben (Kovács, 2002). Az Elender Rt. iránt egyes hírek szerint az Antenna Hungária Rt. is érdeklődik, és talán hamarosan megint új tulajdonosa lesz a cégnek (HVG, 2003. november 29.). A Wallis Rt. számára azonban egyelőre nem sürgető a cég eladása, hiszen az Elender Rt. pozitív cash-flow-t termel, és az Antenna Hungária jelenleg nem rendelkezik elég likvid eszközzel a befektetéshez (Bálint, 2003).

Az 12. ábrán összefoglalva az eddigieket bemutatom az Elender átalakulásának folyamatát, külön jelölve a tulajdonosi struktúrában bekövetkezett változásokat. Az ábrából a Webigen Rt. tulajdonosváltásait is nyomon lehet követni egészen a két cég egybeolvasztásáig.

12. ábra: Az Elender története



Jelmagyarázat: az ellipszisekben a cégek tulajdonosi összetétele látható

A főbb szereplők közötti összefonódásokat bemutató fejezetrész után az alábbi táblázatban röviden összefoglalom a vizsgálandó felvásárlási ügylet célpontjának, a PSINet Magyarország Kft.-nek, és a felvásárló vállalatnak, a Wallis Rt.-nek az egyes jellemzőit, hogy gyors áttekintést nyerjünk a közvetlenül érintett cégekről.

21. táblázat: A Wallis Rt. és a PSINet Magyarország Kft. főbb jellemzőinek összehasonlítása

Szempont	Wallis Rt.	PSINet Magyarország Kft.
<i>Stratégia</i>	Tőke megtérülés Növekedés	Fókuszálás az üzleti kommunikációra
<i>Szervezet</i>	Holding Stratégiai és pénzügyi befektetések Diverzifikált portfólió	Tagvállalatok leválasztása Amerikai anyacég hatása
<i>Vezetés</i>	Erős pénzügyi szemlélet Tapasztalat	Tulajdonosok a vezetésben Tapasztalat
<i>Erőforrások</i>	Tőkeerős nagyvállalat IT portfólió	Nemzetközi háttér Piacvezető pozíció Fejlett infrastruktúra
<i>Teljesítmény</i>	Jó jövedelmezőség	Anyacég: csőd, leányvállalat: nyereséges

Az összehasonlításból kiderül, hogy a PSINet Magyarország Kft. vonzerejét a Wallis számára az jelentette, hogy piaci pozíciói és ügyfélbázisa révén biztos nyereségtermelő módon járulhat hozzá a csoport működéséhez, továbbá a Wallis számára a pénzügyi és piaci szempontokon túl lévő legfontosabb kiválasztási kritérium, a cég menedzsmentjébe vetett bizalom teljes mértékben fennállt.

Kronológia

Az alábbi összefoglaló táblázatban a PSINet Magyarország Kft. felvásárlására fókuszálva áttekintem a főbb eseményeket, majd ezt követően kerül sor a szinergiamenedzsment jellemzésére a Wallis Rt.-nél ezen eset tükrében.

22. táblázat: A PSINet Magyarország Kft. felvásárlásának folyamata

<i>Időpont</i>	<i>Események</i>
Felvásárlási stratégia	
2000	A Wallis Rt. befektetési stratégiájának fontos eleme, hogy megfelelő megtérülés és készpénzgeneráló képesség mellett a megvásárolt cégek iparáguk vezető vállalataivá emelkedjenek. A Wallis Rt.-t már korábban is foglalkoztatta az informatikai ágazatba történő belépés, melyről Bajnai Gordon vezérigazgató így nyilatkozott: „Az informatikában már régóta lehetőséget látunk, és lépésről lépésre haladunk előre, de csak olyan cégekbe fektetünk, ahol megbízunk a menedzsmentben. Enélkül hiába jó a piac, nem szállunk be.” (Kovács, 2002, p. 58.) Az informatikai portfólió kiépítése a stratégiai szándéknak megfelelően 2000-ben kezdődött a Webigen Rt.-be történő befektetéssel. Ekkor került először kapcsolatba a Wallis Rt. és a PSINet Inc. mint társtulajdonosok a cégben.
Kiválasztás	
2001	A Webigen Rt. webes és internetes tanácsadási szolgáltatásai nem hozták a kellő árbevételt, ezért a Wallis profiltisztítás (a reklámtevékenység leválasztása), és az iparági értéklánc több elemének összekapcsolása, komplex szolgáltatáscsomag nyújtása révén várta a kedvezőbb eredményeket. Emellett a Webigen és korábbi anyavállalata között továbbra is élő kapcsolat működött, ezért a PSINet Magyarország Kft. a cég fontos stratégiai partnerének számított, a munkatársak jól ismerték egymást. Időközben már az is érezhető volt, hogy az internetes cégek iránti láz és a tőzsdei boom hanyatlóban van, és ez előrevetítette a PSINet Inc. (a világ egyik legnagyobb internetszolgáltatójának) és versenytársainak problémáját, ami 2001 nyarán egy csődhullám formájában be is következett. A Wallis Rt. figyelme azért fordult a PSINet Magyarország Kft. felé, mert jelentős piaci potenciált, tehetséges, karizmatikus vezetést (akit már régebből is ismertek) és gyengélkedő külföldi tulajdonost látva kedvező áron vélték megszerezhetőnek a meglévő portfóliójukhoz kiválóan illeszkedő céget. Ezenkívül előnyt jelentett, hogy a cég nem tartozott egyik telekommunikációs cégcsoporthoz sem.
Tárgyalások	
2001 tavasz -	A tárgyalások a PSINet-tel elhúzódtak, mivel a 2001 júniusában csődvédelembe vonult cég nem akarta európai részlegének a londonin kívül egyetlen nyereséget hozó leányvállalata nélkül értékesíteni az európai egységet. Így a tárgyalások folytatásával meg kellett várni, míg az

2002. október	új tulajdonosok, egy angol-izraeli konzorcium átveszi az európai részleget és velük lehetett folytatni a megbeszéléseket. Ez mintegy féléves csúszást jelentett az eredeti elképzelésekhez viszonyítva. A vételár nem vált publikussá, de annyi tudható, hogy a Wallis mellett a korábbi tulajdonosok is beszállva a cégbe alacsonyabb áron vásárolták vissza a vállalatot, mint azt annak idején értékesítették (Prim Online, 2002. december 12.). A tárgyalásokban mindkét fél részéről 1-2 fő vett részt, és a helyzet érdekessége, hogy a PSINet nevében Kóka János tárgyal, egyfajta kettős pozícióban, mivel ő volt a PSINet üzletfejlesztésért felelős európai alelnöke (Gaal, 2001). A Wallis Rt. és a két korábbi tulajdonos és vezető (Lepp Gyula és Kóka János) között is zajlottak tárgyalások, mert megállapodásra kellett jutni a pontos tulajdoni arányok meghatározásáról. Kóka János vezérigazgató ezt így jellemezte: „... a Wallis keményen küzdött minden egyes százalékért, vagyis ők is jó befektetésnek tekintik, hogy ide tették a pénzüket”. (Vértes, 2002). Végül a Wallis Rt. 77%-ban lett tulajdonosa a cégnek.
Integráció	
2002. január - 2003. augusztus	Még le sem zárultak a tárgyalások, már megkezdődött a szervezeti integráció. Erre az teremtetett lehetőséget, hogy a Wallis tulajdonában lévő új irodaházba költözött mindkét cég (a Webigen és a PSINet Magyarország), és gyakorlatilag szinte azonos légtérben dolgoztak. A tulajdonosi szándékok ekkor már nyilvánvalóak voltak, és az együttműködésről 2002 februárjában stratégiai megállapodás is született, igaz ekkor még hivatalosan a két partnercég szövetségéről szóltak a hírek. A vételi megállapodást 2002. október 7-én írták alá, de a vezetés integrációja már ennél korábban elkezdődött. Erre irányuló lépésnek tekinthetjük, hogy Kóka János már 2001 decemberétől a Webigen Rt. vezérigazgatói tevékenységét is ellátta, és hogy a Webigen Rt. pénzügyi és üzletfejlesztési vezérigazgató-helyettese, Ormosy Gábor a közös cég gazdasági vezérigazgató-helyettese lett. A két cég összevonása lehetőséget kínált a hatékonyabb működés megvalósítására, és költségcsökkentésre. A létszám az összevonáskor először 10%-kal növekedett az új feladatok és a hazatérő külföldi PSINet-nél dolgozó expatrióták miatt, de 2003 elején és augusztusában a 100 fős cégtől 10-15 munkatársat bocsátottak el. Az integráció első vezetői intézkedése a finanszírozási kérdések rendezése, a Wallis-nál használt kontrolling rendszer bevezetése volt. Ezt követte az emberi erőforrás menedzsment feladatok tisztázása, például a bónuszrendszer kialakítása. Összevonásra került az értékesítési szervezet is, de a korábbi keresztértékesítéseknek köszönhetően itt nem kellett nagymértékű átszervezéseket végrehajtani, inkább egyszerűsítették ezt a részleget vevőcsoport-alapú tagolás révén. Az infrastrukturális háttér

	(számítástechnika, telefonok) konszolidálása is zökkenőmentesen megtörtént. Az integrációt mára teljesen lezártnak tekinthetjük, bár a cégek kultúrában még megfigyelhetők bizonyos különbségek, ezek oldódása azonban a közös együttműködés révén gyorsan zajlik.
--	--

Szinergia potenciál

A Wallis Rt.-nek határozott elképzelései voltak az informatikai területre történő befektetéseivel kapcsolatban. Amint azt a vezérigazgató kiemelte, nem elsősorban az iparági vonzerő az elsődleges a befektetési célpont kiválasztásánál, hanem erősen szerepet játszik a menedzsment szakértelmébe és tapasztalatába vetett bizalom. Ez nagymértékben múlik a személyes ismertségen és kapcsolatokon, melyeket a holding befektetési döntéseiben is jól tettenérhetünk. Bajnai Gordon a CA-IB Értékpapír Rt.-től került 2000-ben a Wallis Rt. vezérigazgatói székébe, korábbi munkatársaival (a „legendás CA-IB-s csapat” Figyelő, 2000. december 21.) mindvégig ápolva a kapcsolatokat, például a Webigen Rt. vezérigazgatói székébe volt kollégája, Báthory Balázs került. A másik esetünkhöz kapcsolódó szál, hogy 1998-ban a CA-IB tanácsadó csapatában Bajnai Gordon mellett Ormosy Gábor (a cég jelenlegi gazdasági vezetője) is részt vett az Elender Informatikai Rt. átvilágításában, és az Advent International kockázati tőke társasággal való befektetői kapcsolat kiépítésében. Ekkor tehát már alkalmuk nyílt megismerkedni az Elender vezetőivel, köztük Kóka Jánossal, akinek munkája iránti elismerés, hogy még a PSINet kivásárlása előtt bevonták a Webigen Rt. operatív vezetőségébe, mint igazgatósági tag, később pedig mint vezérigazgató (Prim Online, 2000. szeptember 15.).

A Wallis másik fontos befektetési szempontja, hogy a felvásárolandó cégben meglegyen az az üzleti potenciál, amelynek révén az iparága vezető vállalatává növekedhet. Az Elender (akkor még PSINet Magyarország Kft.) az egyetlen pozitív eredményeket felmutató üzleti kommunikációs cég volt a piacon, ezért jó befektetésnek tűnt. Stratégiai szempontból is voltak benne lehetőségek, mivel az iparági konvergencia az iparági értéklánc mentén történő vertikális integrációt vetítette előre, vagyis a telekommunikációs, internetszolgáltató, tanácsadó, és fejlesztő cégek egyesülését, a komplex szolgáltatáscsomagok nyújtására való képesség kialakításának jegyében.

Pénzügyi következményei ennek a folyamatnak a befektetés szempontjából, hogy a későbbiekben a céget majd jól lehet értékesíteni esetleg egy telekommunikációs cégnek, amely vertikális integrációt tervez. A Wallis számára tehát ez a befektetés mind stratégiai, mind pénzügyi alapon vonzónak számított.

A cégcsoport számára a PSINet Magyarország Kft. megvásárlása az alábbi szinergia potenciálokat hordozta magában:

- az informatikai infrastruktúra modernizálása a cégcsoportban (különös tekintettel a Graboplast-ra)
- a Wallis Rt. kontrolling rendszerének informatikai háttere megerősödik
- erősebb értékesítés-orientáltság megjelenése az egész szervezetben
- az Elender bekapcsolódhat a Wallis ügyfélhálózatába, új ügyfeleket szerezhet
- a Webigen beolvasztásával a működés racionalizálása, és az ügyfelek igényeinek jobb kiszolgálása.

A tranzakcióban a horizontális egyesítés, azaz a Webigen beolvasztása révén további előnyöket lehetett prognosztizálni. A termékek keresztértékesítése már korábban is elkezdődött, de a vevőknek így közös termékeket lehetett ajánlani. A másik lehetőség a vezetés kapacitásainak jobb kihasználásában rejlett, mivel ugyanaz a HR vezető gond nélkül el tudta látni a megnövekedett céggel kapcsolatos összes feladatot.

Egyszerre jelentkeztek tehát a költségcsökkentésre és bevételnövelésre irányuló elvárások, továbbá a megfogható (infrastruktúra, termékek) és nem megfogható (értékesítés-orientáltság, tapasztalatcsere, vezetés) erőforrások transzfere.

A szinergia realizálása

A költségcsökkentés megvalósításának eszköze elsősorban a Webigen és az Elender összevonása révén történt létszámcsökkentés volt. A várt bevételnövekedés azonban nem következett be, mivel az Elender nem jutott új ügyfelekhez a Wallis-os ügyfélkapcsolatokon keresztül, sőt még a cégcsoporton belül is csak egy-két megrendelést sikerült elnyerniük (például 1-2 cég honlapjának a fejlesztésére).

A megfogható erőforrások területén cégcsoport szinten az infrastruktúra modernizációja szerepelt fő célkitűzésként, ez azonban egyelőre még várat magára. Az Elenderen belül az új kontrolling rendszer és a beszámolók részletesebb pénzügyi információkat szolgáltatnak, felhasználásukkal megalapozottabb üzleti döntések hozhatók, tehát a vezetést támogató eszközrendszer fejlődése a döntések minőségének javulását is eredményezte, igaz nehezen számszerűsíthető módon. Az egyéb nem megfogható erőforrások transzferét a szervezeti kultúrák különbözősége nehezíti, mely több szinten is jelentkezik. Egyrészt, az összevont Webigen és Elender cégekultúrája különbözik, másrészt a Wallis holding kultúrája és az informatikai terület kultúrája tér el egymástól, amit a következő táblázat szemléltet.

23. táblázat: A szervezeti kultúrák eltérései a Wallis Rt.-n belül

Az összeolvasztott cégek jellemzői	
<i>Webigen Rt.</i>	<i>PSINet Magyarország Kft.</i>
• fiatal csapat • folyamatos tanulás • vezetőcserék • állandó változások • piaci sikerek elmaradása	• nemzetközi vállalati image és bérstruktúra • erős, öntudatos cégekultúra • védett piaci pozíció miatti elkényelmesedés • gyengébb tulajdonosi elvárások
Cégcsoporton belüli viszonyok	
<i>Wallis Rt.</i>	<i>Elender Rt.</i>
• erős tulajdonosi elvárások • pénzügyi szemlélet • szinergia-szkepticizmus	• „rossz híre van” a cégcsoporton belül („nem egy sikersztori”) • változásokkal szembeni bizalmatlanság

A táblázatból is kiolvasható, hogy a szinergiák realizálásnak cégcsoporton belüli legnagyobb akadálya valójában az, hogy nem igazán hisznek ezen lehetőségekben. A holdingon belüli szinergiákat vizsgáló, egyetemi hallgatók bevonásával végzett kutatási projekt záró tanulmányából az derült ki, hogy nagyon erősek a szinergiák realizálását gátló (elsősorban kulturális) tényezők (Kadocsa, Kubina és Schwandt, 2003). Ilyen

például a bizalom hiánya a cégek között, ami megnehezíti a korrekt együttműködést, illetve magát az együttműködést is kényszerítésnek élik meg az érintett vállalatok. A cégcsoporton belül korábban szigorúbb beszerzési szabályok voltak érvényben, mára csak az autók beszerzését és az irodák bérletét írják elő a cégcsoport vállalatai számára, a többi szolgáltatást bárholnan beszerezhetik. Ez a cégcsoport növekedésével párhuzamosan változott meg így, mivel a kisebb vállalatcsoportot még könnyebb volt központi „vezérlés” révén kormányozni.

Jelenleg az sem tisztázott, hogy a cégközpont hogyan viszonyítson egymáshoz egy 100%-os Wallis tulajdonban lévő vállalatot egy nem 100%-ban tulajdonolt céghez a cégcsoporton belül. Az IT portfólió esetében jól érződik ez a kettősség, mivel a Wallis Rt. 100%-os tulajdonában lévő Wallitrade Kft. IT fejlesztéseket végez a csoport számára (korábban hardver-értékesítő céggént indult), de az Elender a fejlesztésekben csak mint internetszolgáltató vesz részt (bár a technikai háttere elvileg adott mindkét tevékenységhez). Tovább árnyalja a képet, hogy az Elender megvásárlása abból a célból történt, hogy később jövedelmezően értékesíteni lehessen (erre utal, hogy kikerült a stratégiai vállalatok köréből). Ez azt jelenti, hogy nem is érdemes teljesen integrálni (esetleg összevonni a Wallitrade-del), ha később úgyis leválasztásra kerül. Elképzelhető ugyanis, hogy a jövőbeli vevő csak az üzleti kommunikáció terület iránt érdeklődik és nem a komplex IT szolgáltatáscsomagot akarja megvenni. Ilyen felemás helyzetben tehát meglehetősen nehéz a csoport-szinergiákra összpontosítani.

A cégcsoport vezetése felismerte a bizalom helyreállításának és a vállalatok közötti kapcsolatok fontosságát, ezért a probléma megoldására a vállalatok vezetői közötti személyes kapcsolatok kiépítését és megerősítését tűzték ki célul. A megvalósítás eszköze többek között közös konferenciák, és képzések szervezése (Wallis Menedzsment Akadémia), ahol a cégvezetők közös feladatok, esetek megoldásában vesznek részt, mely aztán alapot teremthet a későbbi együttműködésre, egymás gondolkodásának jobb megismerésén, a közös élményeken keresztül. A holding központ szintjén ezenkívül külön vezérigazgató-helyettesi szintre delegált feladat a szinergiamenedzsment, melynek részeként a piaci információk folyamatos figyelése is megjelenik, viszonyítási alapot nyújtva a szinergialehetőségek megítéléséhez.

A felvásárlás értékelése

A PSINet Magyarország Kft. felvásárlása egyszerre hordozza magában a kapcsolódó és a nem kapcsolódó felvásárlások jellemzőit. A sajátos cégtörténetből fakadóan nem jelentkezik olyan erősen a két hasonló tevékenységi területű cég összevonásakor szokásos problémák, hiszen valaha egy cégből indult mind a Webigen, mind a PSINet Magyarország is, és ez az állapot a korábbi restaurálásának is tekinthető, sőt a vezetés már korábban is perszonálunióban történt (HVG, 2002. október 11.). A régi-új Elender Rt.-nek a beillesztése a holdingba azonban számos dilemmát vet fel a cégcsoporton belüli szinergiamenedzsmenttel kapcsolatban. Ebben az esetben azt mondhatjuk, hogy túlzóak voltak a szinergia elvárások a cég megvételekor, vagyis a szinergia potenciál túlbecslésével állunk szemben. Üzleti szempontból jó megtérülést biztosíthat ez a befektetés, mivel már vannak is jelentkezők az Elender megvásárlására. Elgondolkodtató viszont az, hogy ez a terület nem tudott szinergikusan bekapcsolódni a Wallis-os vérkeringésbe, és 2003 végén megfogalmazódott az is, hogy végleg kikerül a stratégiai befektetésként kezelt területek közül. Kérdés, hogy az ok-okozati összefüggés milyen irányú: azért nem sikerült realizálni a szinergiákat, mert tudták, hogy úgymint átmeneti állapotról van szó, vagy azért akarják eladni, mert nem sikerült realizálni a szinergiákat. A vezetői nyilatkozatok és interjúk alapján az első variáció tűnik reálisnak.

5.2. A kvantitatív kutatás eredményei

Az adatgyűjtési szakasz a tervezettnél jóval tovább tartott, mivel a kérdőívek visszaküldési aránya kezdetben rendkívül alacsony volt. A MASEE projekt által a kérdőíves felmérés lebonyolításával megbízott cég kérdezőbiztosok alkalmazásával igyekezett a válaszadási arányon javítani, melynek eredményeképpen 2003 decemberéig 211 kérdőívet sikerült lekódolni. A MASEE kutatás a hazánkba irányuló közvetlen külföldi működőtőke-befektetéseket vizsgálja, ezért a populációba a külföldi tulajdonossal rendelkező cégek tartoztak. A befektetés módja azonban a vállalatfelvásárlás révén történő piacralépés mellett a zöldmezős beruházás, azaz az önálló leányvállalat létrehozása is lehetett. Ezért a felvásárlási esetekből részmintát

hoztunk létre, amely a kérdőív felvásárlásokkal foglalkozó részét kitöltőkből állt. A részminta 46 elemet tartalmazott, ami meglehetősen leszűkítette az alkalmazható statisztikai módszerek tárházát. A részminta azonban két tényezőre hívja fel a figyelmet:

- *A külföldi tőkebefektetések módjáról:* A mintában 21,8%-os volt a felvásárlások aránya (vagyis kb. minden ötödik cég került felvásárlás révén külföldi tulajdonba), azaz a külföldi tőkebefektetések döntően zöldmezős beruházásokként történtek a vizsgált populációban.
- *A barnamezős beruházásokról:* A barnamezős beruházások (melyek formálisan felvásárlások, az anyacégből induló erőforrás-transzfer intenzitását tekintve azonban gyakorlatilag zöldmezős beruházás valósul meg) aránya valószínűleg még a felvásárlások arányánál is alacsonyabb. Erre magyarázatot a privatizációs szakasz lezárulása adhat, mert így a (viszonylag kedvező áron) megszerezhető cégek aránya is csökkent.

A minta sajátosságai nehezen teszik lehetővé, hogy többváltozós módszereket alkalmazzunk, de néhány leíró elemző eszközt igénybe vehetünk. A változókat ordinális skálán mértük, vagyis az átlagszámítás nem alkalmazható, ezért az egyes értékelések gyakoriságát tekintettem át legelőször, hogy képet kapjak a minta vállalatainak főbb jellemzőiről. (Az adatokat részletesen lásd a 4. mellékletben.)

A *felvásárlás időpontját* tekintve eléggé egyenletes az eloszlás, a régebben felvásárolt vállalatok aránya (1989-1995 közötti időszak) 46,5%, 1996 és 2002 között 23 eset (53,5%) történt. Az első időszak jellemezhető a privatizáció kapcsán végrehajtott felvásárlásokkal, amit az is igazol, hogy a felvásárlás éve szignifikáns negatív korrelációban áll (-0,457 korrelációs együtthatóval) a privatizációs ügynökség befolyását mérő változóval. Azaz minél régebben történt a felvásárlás, annál nagyobb volt az ÁPV Rt. (előtte ÁVÜ) befolyása. (Ezt összevetve a tárgyalásokat befolyásoló szervek gyakorisági táblázatával az is kiderül, hogy legkevésbé a helyi önkormányzat és érdekcsoportok szóltak bele érdemben a tárgyalásokba.) A privatizációs ügynökség befolyása viszont azzal a következménnyel járt, hogy a végleges szerződés megkötéséig

eltelt idő (és ezáltal közvetve a működés irányításáig eltelt idő is) megnőtt (0,466 korrelációs együttható), azaz az állami szervekkel való tárgyalások hosszabb folyamatot valószínűsítene.

Másrészről, a korábban történt felvásárlások teljesítménye a vezetők megítélése szerint jobb, hiszen a teljesítmény több mutatójával is (termelékenység, jövedelmezőség, új termékek fejlesztése) is szignifikáns negatív korrelációban áll a felvásárlások éve (-0,457; -0,427; -0,445 korrelációs együtthatókkal). Ez logikusnak tűnik, mivel az eredmények a kezdeti nehézségek leküzdése, az integráció teljes megvalósítása után javulnak, el kell telnie egy bizonyos időnek, míg jelentkeznek az új típusú működés előnyei és a szinergiákat realizálják. A mintában szereplő vállalatok többségénél (38,2%) a működés irányításáig 6-12 hónap telt el, egy évnél tovább az esetek 35,3%-ban tartott az integráció megvalósítása, melyből 14,7%-ban (5 eset) ez a folyamat két évnél is több időt vett igénybe.

A két vállalat kapcsolódását, hasonlóságát mérő kérdéscsoportban (3. kérdés) eléggé egyenletes eloszlásokat találunk, a mintában egyaránt előfordult szorosan és kevésbé szorosan kapcsolódó felvásárlás is. Ami a legszembetűnőbb, hogy arra a kérdésre, közvetlen versenytársak voltak-e, 75%-ban (33 eset) elutasító választ (1 = „egyáltalán nem értek egyet”) kaptunk, tehát a konkurensok közötti egyesülés nem gyakori. A magyarázat erre az lehet, hogy ez esetben nagyobb a valószínűsége az ellenállásnak a vezetés részéről, míg a barátságos ügyletek lehetővé teszik a könnyebb megegyezést, ezért a cégek ezt preferálják.

Tovább vizsgálva az adatokat azt látjuk, hogy szoros korreláció van a hasonlóság mutatói között, így például ha a termékkála hasonló, akkor valószínűbb, hogy a technológia, a földrajzi piacok és a vevőkör is az (0,755; 0,510; 0,658 korrelációs együtthatók), valamint a földrajzi piacok hasonlósága valószínűsíti a vevőkör hasonlóságát is (0,612 korrelációs együttható). A hasonló vevőkör lehetővé teszi, hogy a felvásárolt cég értékesítési hálózatát beolvasszák az anyacégbe, valamint az anyacég megoszthassa márkanéveit a leányvállalattal. Ezeket az erőforrás-transzferről szóló feltevéseket az támasztja alá, hogy szignifikáns pozitív irányú kapcsolat van e kérdéses változók között (0,407; 0,438 korrelációs együtthatók).

A *felvásárolt céget a felvásárlás időpontjában jellemző* változók eloszlása azt a képet sugallja, hogy a vezetők mostani megítélése szerint a felvásárolt cég az anyavállalathoz képest az esetek nagy többségében sokkal rosszabb helyzetben volt. Ez különösen igaz az innovativitásra (77,3% mondja rosszabbnak) és legfőképpen a pénzügyi erőforrásokra (97,7% mondja rosszabbnak). Érdekes viszont, hogy a legkevésbé a felvásárolt cég vezetési képességeivel volt probléma, a válaszadók 45,5%-a tartotta gyengébbnek az anyavállalaténál.

Nézzük, hogyan hatott mindez az *erőforrások transzferére*! Az erőforrás-transzfer irányát tekintve a felvásárolt cég képességeivel összevetve szignifikáns kapcsolat csak egy irányban, az *anyavállalat felé* volt megfigyelhető (zárójelben a korrelációs együtthatók láthatók):

- Minél innovatívabb a felvásárolt cég, annál valószínűbb, hogy az anyacégbe irányuló innováció transzfer magasabb (0,424).
- Minél jobbak a felvásárolt cég termelési eljárásai, annál valószínűbb, hogy az anyacégbe termelési know-how transzfer történt (0,501).
- Ha az anyacégbe innováció transzfer történik, akkor valószínűbb, hogy termelési know-how transzfer is lezajlik (0,688).
- Ha az innovativitás és a termelési eljárások jobbak, akkor az átadásukhoz szükséges vezetési képességek transzfere az anyacégbe jelentősebb (0,501; 0,497).
- Ha az innováció és termelési know-how transzfer jelentősebb, akkor ezzel párhuzamosan valószínűbb, hogy a vezetési képességek transzfere is nagyobb (0,594; 0,522).
- Némileg gyengébb (de még mindig szignifikáns) kapcsolat alapján állíthatjuk, hogy ha a felvásárolt cég vevőkkel kapcsolatos erőforrásai jobbak, akkor az értékesítési hálózat és a márkanevek transzfere is valószínűbb (0,375; 0,317).
- Az értékesítési hálózattal kapcsolatos erőforrások transzfere és a márkanev transzfer együttmozgása is megfigyelhető (0,648).

A fenti megállapításokat keresztábrák segítségével vizsgáltam meg részletesebben, és az derült ki, hogy az összefüggéseket helyesebb lenne úgy átfogalmazni, hogy minél kevésbé jó pozícióban van a felvásárolt cég az adott erőforrás-dimenzióban, annál kevésbé valószínű, hogy azt az erőforrást az anyavállalat felhasználja. Ugyanakkor, ha egy erőforrást tekintve gyengébb a felvásárolt vállalat, akkor az kihat más erőforrások transzferére is, például, ha a felvásárolt cég termelési eljárásai rosszabbak (-2, vagy -1 értéket kapott), akkor semmilyen márkanév transzfer nem történik (az esetek 53,6%-ában). Azaz a termelési eljárások, kihatván a termék minőségére és ezáltal piaci hírnevére, közvetve a márkanév transzferálhatóságát is befolyásolják. Felmerülhet a kérdés, hogy akkor milyen erőforrás transzfer történhet az anyavállalat felé, amiért érdemes volt megszerezni a céget. A vezetési képességek transzfere az egyetlen olyan erőforrás, ahol intenzívebb mozgást figyelhetünk meg, ha ebben a dimenzióban jobbnak vagy egyformának ítélték a felvásárolt vállalatot, akkor kimutatható erőforrás transzfer történt az anyavállalat felé, vagyis tudásátadás, vezetői tapasztalatcsere zajlott (az esetek 34,8%-ában). Az eredményeket némileg befolyásolhatja, hogy a kérdőívet kitöltő vezetők (ha a felvásárolt cég képviselői voltak) nyilván kedvezőbbnek ítélték meg a felvásárolt cég helyzetét a vezetési (azaz saját) képességeiket tekintve és így az ő szerepük is felértékelődött az anyavállalat felé irányuló képességtranszferben.

*A célvállalatba irányuló erőforrás-transzfer*t vizsgálva a gyakoriságok alapján a pénzügyi erőforrások transzfere a legmeghatározóbb (51,1% szerint nagymértékben történt pénzforrások transzfere). Ezt kiegészítendő az alábbi megállapítások tehetők a minta korrelációs-együtthatóit vizsgálva:

- Minél nagyobb a célvállalatba történő innováció transzfer, annál magasabb az új termékek kifejlesztésének valószínűsége (0,467).
- Minél magasabb az innováció transzfer, annál valószínűbb a termelési know-how transzfer is a célvállalatba (0,760).
- A termelési know-how transzfer beruházásigénye a pénzügyi erőforrások transzferét is magával hozza (0,411).

-
- A termelési know-how transzferrel, illetve az innováció transzferrel párhuzamosan a vezetési képességek transzferének valószínűsége is magasabb (0,412; 0,434).
 - A vevőkkel kapcsolatos erőforrások transzfere itt is együtt mozog, az értékesítési hálózat megosztása a márkanév megosztását valószínűsíti (0,440).

A keresztábrák segítségével a másik oldalról is megerősödik az a megállapítás, hogy ha a felvásárolt cég gyengébb pozícióban van, akkor az adott erőforrást az anyavállalat erőforrásaival kell kiegészíteni. A kevésbé innovatív cégek esetében az innováció transzfer erősödik fel (45,4% ilyen eset volt), illetve a pénzügyi erőforrások célvállalatba történő injekciójával várja az anyavállalat a teljesítmények javulását (65,9% ilyen eset volt). A pénzügyi erőforrások rugalmasságát jelzi, hogy a termelési eljárások, a vevőkkel kapcsolatos erőforrások feljavítására is alkalmazzák a pénztranszfert a felvásárló vállalatok. Továbbmenve, a rosszabb pénzügyi helyzetben lévő vállalatoknál azt várjuk, hogy az anyavállalat tesz lépéseket a cég likviditásának feljavítására, és ez az esetek 75%-ában így is történt.

Összefoglalva az erőforrás transzfer kétféle irányáról szerzett információkat, az a kép rajzolódik ki, hogy a célvállalatból az anyavállalatba dominánsan vezetési képességek transzfere figyelhető meg, míg az anyavállaltból a célvállalat felé a pénzügyi erőforrások transzfere jelentős. További vizsgálati irányként a két vállalat kapcsolódási foka kínálkozik, mivel kérdés, hogy van-e összefüggés a két cég hasonlósága és a vezetési és pénzügyi erőforrások transzfere között. Ennek tesztelésére újból a korrelációs együtthatók vizsgálata adhat támpontokat. A következő megállapítások tehetők:

- Szignifikáns, de nem túl szoros pozitív korreláció (0,325) van a technológia hasonlósága és a vezetési képességek anyacégbe történő transzfere között.
- Szignifikáns, de nem túl szoros negatív korreláció (-0,309) van a termékskála hasonlósága és a pénzügyi erőforrások célvállalatba történő transzfere között.

Ezek az összefüggések tehát nem jelentkeznek a kapcsolódás fokának mérésére használt egyéb változóknál, viszont a kapcsolat iránya jelzést ad az összefüggések

természetéről. A kapcsolódó felvásárlásoknál több lehetőség van a vezetési képességek transzferére, mivel a hasonló működési terület hasonló képességeket, szaktudást, vagy domináns logikát (vö: Pralahad és Bettis, 1986) feltételez. A nem kapcsolódó felvásárlások esetében ez pont fordítva jelentkezik, minél kevésbé hasonló két cég, annál inkább megnőhet a rugalmas felhasználású pénzügyi erőforrások transzferének szerepe a célvállalat irányába, hiszen ez az erőforrás alkalmas az eltérő iparági termelési know-how, vagy innovációs erőforrások helyettesítésére. A minta alapján feltárt ezen összefüggések adnak ugyan némi kapaszkodót, azonban további megerősítésre szorulnak.

A *teljesítmény-változókat* áttekintve igen szoros összefüggések mutathatók ki a teljesítmény egyes elemei között, így a termelékenységek javulása a jövedelmezőség és a bevételek, valamint az új termékek számának növelését valószínűsíti (0,506; 0,638; 0,583 korrelációs együtthatókkal). A gyakorisági eloszlásokat vizsgálva a mintában a bevételek növekedésében mutatkozott leginkább kedvező változás, az esetek 91,1%-ában számoltak be javulásról. A legkevésbé a hazai piaci részesedést befolyásolta kedvezően a felvásárlás (37,8% szerint nem változott vagy még csökkent is). Ezek az adatok azonban az iparági versenyhelyzet ismerete nélkül nem értelmezhetők megbízhatóan.

Az *ok-okozati összefüggések* vizsgálatára csak korlátozottan van mód, akkor is csak kevés számú változót bevonva az elemzésbe. A kérdőív a cégek közötti kapcsolódás szorosságára (3. kérdés) és a teljesítmény változásának mérésére (9. kérdés) több változót használ, ezeket főkomponens elemzés segítségével sikerült egy-egy új változóba sűríteni, mivel az alkérdések közötti korrelációk igen magasak voltak. A hasonlóságot mérő főkomponens a változók közötti eltérések 53,2%-át magyarázta, a teljesítmény főkomponens közel 63%-át. A komponenes mátrix adatai is alátámasztották az új – összevont – változók „jóságát”. A 46 db-os mintán már csak e két sűrített változó közötti kapcsolat szorosságát vizsgáltam meg, arra a kérdésre keresve a választ, hogy az egymáshoz hasonlóbb (kapcsolódó) cégek közötti együttműködés vajon hogyan hat a teljesítményre. A hipotézisem az volt, hogy a kapcsolódás fokának növekedése jobb teljesítményt valószínűsít. Az eredmények

azonban nem igazolták a hipotézist, mivel a hasonlóságot és a teljesítményt mérő faktorok között nem állt fenn semmilyen szignifikáns korreláció. Ez arra enged következtetni, hogy a konglomerát (nem kapcsolódó) típusú felvásárlások nem biztos, hogy rosszabb teljesítményhez vezetnek, és fordítva, a kapcsolódó (horizontális vagy vertikális) felvásárlások sem jelentenek garanciát a teljesítményjavulásra.

A teljesítményre ható tényezők közül a *felvásárlási tapasztalatot* is megvizsgáltam, mivel a szakirodalom alapján az valószínűsíthető, hogy a tapasztaltabb, több felvásárlást végrehajtó cégek eredményesebben kezelik az új ügyleteket, ami a teljesítmény kedvező alakulásában is megmutatkozik. A felvásárlási tapasztalat mérőszámaként az anyavállalat által korábban végrehajtott felvásárlások számát használtuk. Képezve a teljesítmény főkomponens és a felvásárlások száma közötti korrelációs együtthatót szignifikáns kapcsolatra bukkanhatunk, azonban meglepő módon ellenkező előjellel (-0,567), vagyis minél több felvásárlást hajtott végre az anyavállalat, annál valószínűbb, hogy a vizsgált felvásárlás teljesítménye gyengébb. Egyedileg elemezve a teljesítményváltozókkal való összefüggést azt találtam, hogy a felvásárlási tapasztalat elsősorban a termelékenységgel (-0,657) és a jövedelmezőséggel (-0,460) van szignifikáns korrelációban. A gyakorisági adatok alapján azonban megkérdőjeleződik a minta megbízhatósága, mivel két szélsőséget tapasztalhatunk: egyrészt 44% a felvásárlási tapasztalattal nem rendelkezők aránya, másrészt két anyacég is 250 felvásárlást hajtott már végre, egy anyacég 50-et a válaszadók szerint. Ha ez utóbbi három céget kiemeljük a mintából az már csak 22 eleműre csökken, melyből 11 cég nem hajtott végre előzőleg felvásárlást. Az így kapott eredmények statisztikailag már nem értelmezhetők, ezért a feltett kérdésre nem kapunk érvényes választ.

A kvantitatív elemzés során mindvégig óvatos voltam a kérdőívből kapott eredmények értékelésekor, és módszertanilag is az egyszerűbb, kevés változóval operáló elemzési eszközöket választottam a minta alacsony elemszáma miatt. A most következő fejezetben fel fogom használni az itt vázolt megállapításokat, hozzátevé, hogy a mintaelemszám növelése adhatna kiutat az eredmények megbízhatóságával és más módszerekkel való vizsgálatával kapcsolatos bizonytalanságból.

6. Következtetések

Ebben a fejezetben összevetem a kvalitatív és kvantitatív kutatási eredményeket a hipotézisekkel a vizsgálati modellben megfogalmazott logika alapján. Ezenkívül következtetéseket fogalmazok meg a kutatási módszertanra vonatkozóan, ami a további szinergia-realizálást vizsgáló kutatásokban szolgálhat tanulságul. Az eredmények bemutatása nem nélkülözheti a korlátozó tényezők hatásának értelmezését sem, ami alapján egyben jövőbeli kutatási kérdéseket is felvethetünk. Legvégül az eredmények hasznosításának lehetőségeiről, fontosabb gyakorlati vonatkozásairól lesz szó.

6.1. Erőforrások és szinergia

Az erőforrás-alapú megközelítés képezi az értekezés fő elméleti háttérét, és a szinergiák értelmezése is erőforrás alapon történik, mint az erőforrások kombinációja révén előálló értéktöbblet. Ez azt jelenti, hogy a szinergiák keletkezésének vizsgálatakor az erőforrások típusának, illetve tulajdonságainak (egyediség, oszthatatlanság, komplementaritás, megfoghatóság) kell előtérbe kerülnie.

A vállalatok heterogén erőforrás készletei tartalmazhatnak hasonló és komplementer elemeket (Wernerfelt, 1989). Az azonos típusú erőforrások kombinációja révén előálló szinergiahatások elsősorban a költségek csökkentésére hatnak a méretgazdaságossági előnyök kiaknázása révén. A különbségek révén előálló hatások felismerése és számszerűsítése jóval bonyolultabb, mert az együttműködésükből származó előnyök összetettek és a bevételekre való hatásuk nehezebben becsülhető. A disszertációban az erőforrások különbségére helyeztem a hangsúlyt, mert az így előálló szinergiák értékesebbek az egyesült vállalat számára. Ennek oka, hogy a versenytársak által sokkal nehezebben másolható, és megszerezhető tudás, képességek jöhetnek létre a komplementaritás következtében (Barney, 1991; Harrison, Hitt, Hoskisson és Ireland, 1991), ezáltal a felvásárlás vagy összeolvadás támogatja az egyesült cég stratégiai pozícióit, tehát a teljesítményét javítja.

A felvásárlást motiváló tényezők, és a célvállalat kiválasztási szempontja az adott cég relatív erőforrás-pozíciójának függvényei. A felvásárlások a relatív gyengeségeket segítenek kiküszöbölni a másik fél erőforrásainak felhasználása révén. Ha az

esettanulmányokban szereplő vállalatok motivációit vizsgáljuk (a felvásárló szemszögéből) összevetve az ügyletben szereplő cégek egymáshoz viszonyított erőforrás pozícióival, akkor mindhárom felvásárlási típus esetén találunk az erőforrás-rés „betömésére” alkalmas elemeket.

- A horizontális esetben láthattuk a legtöbb átfedést a cégek között, itt jelentkeztek legkevésbé az aszimmetrikus pozícióból fakadó előnyök. Az informatikai rendszer kialakítása tekinthető egy példának, ahol a K&H gyengébb pozícióját az ABN Amro tapasztalatai javították fel.
- A vertikális esetben az értéklánc több pontján is tapasztalhattunk eltérő pozíciókat. A MOL számára a finomításban, termelésben meglévő relatív gyengeségeket jól kiegészítette a Slovnaft ezeken a területeken való erőssége. Láthattuk, hogy a realizált szinergiák többsége is ezeken a területeken volt a legnagyobb.
- A konglomerát esetben volt a legkevesebb átfedés a két cég között. A Wallis relatív gyengesége az informatikai iparágban való jártasság, amit saját cégének a Webigennek kedvezőtlen piaci helyzete is mutatott, ennek megerősítésére Kóka János személyében vezetési képességeket és tudást szerezhettek.

A kérdőívek elemzése során igazolódott, hogy pozitív irányú összefüggés van a felvásárolt vállalat erőforrás-pozíciója (innovativitás, termelési know-how, vevőkkel kapcsolatos erőforrások, vezetési képességek) és az anyavállalatba irányuló erőforrás transzfer között, a konkrét adatok mögé pillantva azonban azt látjuk, hogy a gyakorlatban egyedül a vezetési képességek anyavállalat felé történő transzfere jellemezte a mintában szereplő vállalatokat, minden más esetben az anyavállalat pozíciója volt kedvezőbb.

Végeredményben azt mondhatjuk, hogy igazolható a felvásárló vállalatok részéről az erőforrásbeli hiányosságok megszüntetésére irányuló törekvés, és a *H1* hipotézis alátámasztást nyert, de azzal a kiegészítéssel, hogy a tudásalapú erőforrások esetén jelentősebb az anyavállalat felé irányuló erőforrás transzfer.

A komplementaritás másik oldalról nézve a célvállalatba irányuló erőforrások elemzését teszi szükségessé. A kérdőívek alapján azt látjuk, hogy amelyik erőforrás

típusnál a célvállalat kedvezőtlenebb helyzetben van, akkor az anyavállalat olyan erőforrás nyújtásával segíti. Önmagában ez még nem igazolná a komplementaritással kapcsolatos *H2* hipotézist, de úgy már igen, hogyha megnézzük, hogy bizonyos erőforrások transzfere más erőforrás-mozgást is indukál. Ilyen például az innovációt támogató erőforrások és a termelési eljárások együttes transzfere, melyet gyakran pénz- és vezetési képesség transzfer kísér.

- A horizontális esetben a komplementaritás az egyes erőforrás típusokon belül jelentkezik a nagyfokú hasonlóság miatt, konkrétan a két cég termékstruktúrája, az értékesítési hálózata (fiókhálózat), vevőköre jól kiegészítették egymást.
- A vertikális esetben találhatunk a legtöbb komplementer kapcsolódást, mely egyrészt az értéklánc különböző pontjainak találkozásánál bukkanhat fel (pl.: finomítás és nagykereskedelem), másrészt a funkcionális és általános vezetési képességekhez kötődve.
- A konglomerát esetben legfőképpen pénzügyi és általános vezetési képesség transzferre kínálkozott lehetőség.

Az egymáshoz viszonyított erőforrás-pozíciók vizsgálata után az adott erőforrás-típus teljesítményre gyakorolt hatását tekintem át, melyre több hipotézist is megfogalmaztam. A felvásárló szemszögéből nézve az erőforrás-transzfer funkcionális elemei közül egyedül az innovativitás és az új termékek kifejlesztése között találtam szignifikáns pozitív korrelációt, a marketing, és termelési know-how esetében nem, habár az esettanulmányok szolgálnak példával mindkét utóbbi típus transzferének teljesítményre gyakorolt kedvező hatásáról. Jóval érdekesebb a vezetési képességek és pénzügyi erőforrások transzferének hatását vizsgálni a teljesítményre, mivel ezek a kitüntetett erőforrások az erőforrás kontinuum két végletét testesítik meg: a pénzügyi (materiális) erőforrások a megfogható, míg a vezetési képességek a nem megfogható kategóriába tartoznak. A felvásárlások sikerességében peremfeltételként játszanak szerepet, melynek oka, hogy a sok esetben a változások nélkülük nem valósíthatóak meg: a pénzügyi források a mozgásteret, tartalékokat jelentik a változási folyamatban, míg a vezetési képességek az egész folyamatra kiható támogató tényezők, mint a funkcionális területekhez kapcsolódó értékteremtés mozgatói, valamint mindhárom felvásárlás típusnál felbukkanó szereplők.

Mindhárom vizsgált esetben a legelső lépések közé tartozott az anyavállalattól célvállalat felé irányuló *tőkeinjekció*, leggyakrabban tőkeemelés formájában. Ez jelentette a működés integrálásának mozgásterét, és azt is láttuk, hogy az integrációs költségek millióit (például a K&H esetben 10,3 mrd Ft-ot) is elő kellett teremteni. A kérdőív adatai alapján a teljesítménnyel csak az innovációs képességek transzfere korrelál, de mivel az innováció transzfer növekedése a pénzügyi transzfer növekedését valószínűsíti, ezért közvetve a pénzügyi erőforrások is hatnak a teljesítményre. A *H3e* hipotézist azonban csak további adatgyűjtés révén lehet maradéktalanul igazolni statisztikailag. Ehhez kapcsolódik a *4b* hipotézis, mely szerint a nem kapcsolódó felvásárlásoknál meghatározóbb a pénzügyi erőforrások szerepe, de a mintában csak részben talált igazolásra. A kapcsolat irányát tekintve azonban valóban jelentkezik a hasonlóság és a pénzügyi erőforrások közötti negatív korreláció, méghozzá a termékszála hasonlósággal összefüggésben (ami a kapcsolódás tényének legáltalánosabb fokmérője). Az esetek alapján nem tudjuk elkülöníteni, hogy mely típusnál a jelentősebb a pénzügyi erőforrás transzfer, hiszen mindhárom példában egyaránt jelentkezett. Az viszont kiderült, hogy a pénzügyi típusú szinergiahatások jelentették a konglomerát eset legfőbb hozadékát, míg a kapcsolódó esetekben a működési típusú előnyök voltak meghatározóbbak.

A *vezetési képességek transzfere* egyaránt intenzív volt mindhárom vizsgált esetben, és tapasztalatcsere, tudásmegosztás formájában az egész folyamatot végigkísérték. A egyesülési, felvásárlási folyamat vezetésének képességét azonosítottam mindhárom esetben olyan peremfeltételként, ami nélkül a szinergia realizálás nem valósulhat meg maradéktalanul, vagyis a teljesítményre van kihatással. A kérdőívek közvetett igazolást adtak erre a kérdésre, mivel a vezetési képességek transzfere kísérőjelensége az innovációs és termelési know-how átadásnak. A kapcsolódás szorosságával összefüggésben gyengébb alátámasztást adott a kérdőíves felmérés, de a technológia hasonlóságával pozitív korrelációban van a vezetési képességek transzfere. Beláthatjuk, hogy a technológiai hasonlóság az innovációs és know-how transzfer lehetőségét kínálja, és ezzel párhuzamosan a vezetési képességek transzfere is megjelenik. Az eseteknél összehasonlítva a kapcsolódó és nem kapcsolódó ügyleteket, nem mondhatjuk, hogy a konglomerát esetben kevésbé volt fontos a vezetési képességek transzfere, viszont azt igen, hogy hatáskörében jóval szűkebben jelentkezett (csak az

első számú vezetők szintjén), azaz nem a működés minden eleméhez kapcsolódóan, mint a horizontális vagy vertikális példában.

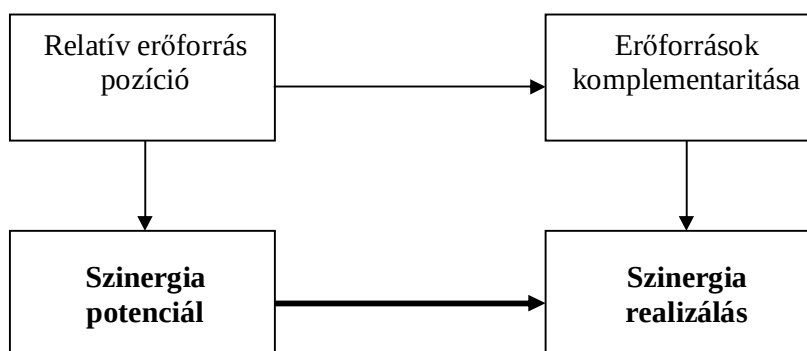
Összevetve a kvalitatív és kvantitatív kutatás során kapott eredményeket a hipotézisekkel csak a *H1*, *H2* és *H3a* hipotézis kapott maradéktalan támogatást mindkét módszer alapján, a részleges eredményeket nyújtó hipotézisek pedig jövőbeli kutatások során még alaposabb megerősítést nyerhetnek.

24. táblázat: Az erőforrás transzferrel kapcsolatos hipotézisek alátámasztása

Hipotézis	Kvalitatív alátámasztás	Kvantitatív alátámasztás
<i>H1: erőforrás-rések</i>	Igen	Igen
<i>H2: komplementer erőforrások</i>	Igen	Igen
<i>H3a: innovációs erőforrások</i>	Igen	Igen
<i>H3b: marketing erőforrások</i>	Igen (horizontális eset)	Nem
<i>H3c: termelési know-how transzfer</i>	Igen (vertikális eset)	Nem
<i>H3d: vezetési képességek transzfere</i>	Igen	Nem
<i>H3e: pénzügyi erőforrások transzfere</i>	Igen	Nem
<i>H4a: kapcsolódó – vezetés</i>	Részben	Részben
<i>H4b: nem kapcsolódó – pénzügyi</i>	Részben	Részben

A kutatás vizsgálati modelljében finomítani lehet az erőforrásokra vonatkozó összefüggéseket, és a kombinálódó erőforrások típusa helyett a következő hatások jelenthetnek meg a modellben:

13. ábra: A vizsgálati modell erőforrás oldalának módosulása



Ezt követően a kutatási modell másik oldalát, a felvásárlások vezetésének hatását fogom áttekinteni a szinergia realizálási folyamatban.

6.2. Felvásárlások vezetése és szinergia

A felvásárlások folyamatszempléletű megközelítése képezte a disszertáció másik fő irányultságát (Jemison és Sitkin, 1986a; Haspeslagh és Jemison, 1991). Ez azt jelenti, hogy folyamat egésze van hatással a fúzó teljesítményére, mert habár a szinergia realizálás az utolsó, integrációs fázisban történik, már az előkészítő szakaszban a kiválasztás és a tárgyalások is befolyásolják szinergia potenciált, azaz közvetve az elérhető eredményeket is. A fúziós folyamatot szakaszokra bontva vizsgáltam, melyek közül először a stratégiaalkotási fázisra fókuszáltam.

A három esettanulmányban közös *stratégiai* elemként jelent meg a felvásárlások révén történő növekedés. A horizontális esetben a bankok külföldi anyavállalatainak elképzelései vezettek a magyarországi leányvállalatok egyesítéséhez, és kifejezetten a helyi piaci kihívásokra adott válaszként értékelhetjük a fúziót, mivel egyéb érdekeltségeiket nem vonták össze. Az anyacégek rendelkeztek már felvásárlási tapasztalatokkal (főleg az ABN Amro), de a régióban csak a belga KBC, a holland ABN Amro számára új terepnek bizonyult ez a terület, és visszavonulása egyben lépése kudarcának is tekinthető. Vagyis az általános felvásárlási tapasztalat nem elegendő, jelen esetben szükség lett volna régóbeli tapasztalatokra a felvásárlás vezetése során. A MOL számára a Slovnaft megvásárlása jelentette az első tapasztalatszerzési lehetőséget, amit azonban a későbbi akcióiban tudatosan felhasználhat, mint a Slovnaft ügylet egyik hozadéka. A növekedési tervek és szándékok a stratégia szerves részét képezik, és a MOL most már a felvásárlási stratégiája végrehajtásában is támaszkodhat a bevált módszerekre, és elkerülhet bizonyos hibákat. A Wallis számára a felvásárlások a növekedés elsődleges eszközei, a vállalatcsoport több, mint 100 tagvállalatot számlál, vagyis a Wallis tapasztalt felvásárlónak számít. Ennek ellenére nem minden ügylete tekinthető sikeresnek vezetési szempontból, ami felveti a vállalatcsoport méretével és diverzifikáltságával kapcsolatos problémákat. A cég alholdingokra tagolta befektetéseit a kezelhetőség és a befektetések közötti szinergialehetőségek jobb kihasználása

érdekében, azonban a felső vezetés figyelme és energiája még így is sokfelé szakad, ami egyéb koordináló mechanizmusok bevezetését teszi szükségessé. A felvásárlás céljainak kommunikálása támogatná a megszerzett cégek cégcsoportba történő integrálására irányuló erőfeszítéseket, és akkor nem fordulhatna az elő (mint azt a példában is láttuk), hogy az ebből fakadó bizonytalanság akadályozza a cégek közötti együttműködéseket.

Összességében, a felvásárlási stratégia, illetve a célok világos megfogalmazása egyértelműen az ügyletek sikerességének valószínűségét növeli. Ez a szempont a felvásárlási tapasztalatnál is meghatározóbb volt, kiegészítve a helyi ismeretek beépítésével (főleg a cross-border ügyleteknél). A felvásárlási tapasztalattal kapcsolatos hipotézis statisztikai ellenőrzése az esetek alapján kirajzolódó vegyes képet nem tudta egyértelműen tisztázni, mivel a várakozásokkal ellentétben negatív irányú kapcsolatot mutatott a felvásárlások száma és a felvásárlás teljesítménye közötti korreláció, ami további vizsgálódásokat tesz szükségessé.

A felvásárlás céljainak megfogalmazása támogatja a célvállalat kiválasztását is, illetve, ha egy felvásárlási lehetőség adódik, akkor könnyebben el lehet dönteni, az megfelel-e a felvásárló hosszú távú elképzeléseinek, azaz illeszkedik-e a cég stratégiájához. A három eset alapján az derült ki, hogy a nem kapcsolódó felvásárlás kevesebb vezetői figyelmet igényelt a tranzakció előkészítési szakaszában, viszont ezzel nem lehet alátámasztani a *H6b* hipotézist, mivel ez valószínűleg a felvásárlási célpont méretének is függvénye, ezért további vizsgálatok szükségesek.

A kérdőíves adatok nem mutattak szignifikáns kapcsolatot a *tárgyalások* ideje és a teljesítmény között, viszont a tárgyalások ideje és a privatizációs ügynökség befolyása között igen. Vagyis állami szervek érintettsége idején a tárgyalásokban több szempontot kell figyelembe venni, nehezebb az alkufolyamat, ami késlekedéshez vezet. Ilyen késlekedést a vizsgált esettanulmányok csak érintőlegesen tartalmaztak, mivel a privatizáció már korábban lezajlott (illetve a Wallis esetében ez a kérdés nem értelmezhető), mind a bankoknál, mind a Slovnaftban. Ezért a *H6c* hipotézisre nem találtunk igazolást.

A felvásárlások utolsó, és egyben legbonyolultabb szakasza az *integráció*. Az esettanulmányok alapján kiderült, hogy a Haspeslagh és Jemison (1991) által javasolt tipológiát a gyakorlatban nem mindig használhatjuk. Az integrációs megközelítések ugyanis nem kizárólag a stratégiai kölcsönös egymásrautaltságtól és a szervezeti autonómia igénytől függenek, hanem szerepet játszanak jogi megkötések is, melyek vagy a tárgyalások folyamán vagy a külső jogi (verseny)szabályozásból eredően jelentkeznek. Ezek a peremfeltételek befolyásolják leginkább a vezetést abban, hogy milyen megközelítést alkalmaznak. Az integrációs módszerek kiválasztása ebben az esetben sem tudatos, előre meghatározott irányelvek mentén történik, hanem mindig az adott pillanatban legjobbnak tűnő megoldást tükrözi. Azt sem lehet állítani, hogy a felvásárlás típusa determinálja az alkalmazandó integrációs megközelítést, sokkal inkább az, hogy a vezetésnek milyen elképzelései vannak a célvállalat stratégiában betölthető szepéről, és hogyan látják leghatékonyabbnak az integráció során előálló nehézségek kezelését.

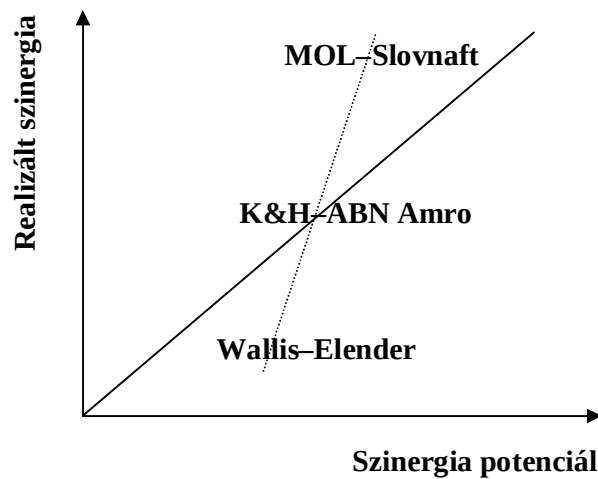
A fentiekén túlmenően a felvásárlások során gyakran találkozhatunk az „opportunizmus” jelenségével, ami a lehetőségek kihasználását jelenti, még akkor is, ha a stratégiában az a lépés eredetileg nem szerepel. A sikeres felvásárlók jól kihasználják ezeket a kínálkozó lehetőségeket és ez az a képesség, amivel a lehetőségeket a stratégiájukhoz igazítva gyorsan alkalmazkodni tudnak az új körülményekhez. Vagyis az „opportunizmus” olyan dinamikus képesség, ami utólagosan befolyásolja a felvásárlási stratégiát. Másképpen fogalmazva, a mintzbergi fogalomrendszerben (vö.: 7. ábra) a realizált stratégiára mint „felbukkanó” elem gyakorol hatást. A szinergiákra vonatkoztatva ez azt jelenti, hogy az „opportunizmus” a realizált szinergiák mértékét oly módon tudja növelni, hogy a szinergia potenciálok közé nem sorolt „felbukkanó” értéket teremtsen.

Arra is találhatunk példát, hogy a gondos tervezés, és a nyilvánvaló szinergiapotenciál ellenére (amit az erőforrások komplementaritása alapján előre lehet jelezni) nem realizálódik a várt eredmény. Ez az elveszett érték olyan váratlan, a vezetést is meglepetésként érő problémák következménye lehet (lásd: a technikai problémákat a MOL-Slovnaft közös üzemanyagkártya esetében), amit nem sorolhatunk a vezetési, vagy előrejelzési hiba kategóriába.

Arra számítottam, hogy a szinergia számszerűsítése a gyakorlatban is az elméleti áttekintés során tapasztalt nehézségekbe ütközik. Érdekes módon a vezetők fejében nem ez a szinergiákkal kapcsolatos elsődleges probléma. Az operacionalizálást szigorú pénzügyi kontroll rendszerek bevezetésével, rendszeres beszámolókkal, jelentésekkel, megbeszélésekkel követik nyomon, szinte kikényszerítve az érintett munkatársaktól a pontos szinergia meghatározást. Ez az esetek döntő többségében működik is, és általában az szokott bekövetkezni, hogy inkább alátervezik az eredményeket. Vannak azonban bizonytalanságok is, hiszen nem tudnak minden hatékonyságjavítást valamilyen területhez kötni a beszámolókból, különösen, ha több szervezeti egység közös gondolkodása révén előálló megoldás okozza a teljesítménynövekedést. Az ötletek és a tudásmegosztás révén előálló szinergiák azok, amelyeket nem tudnak előre tervezni, és számszerűsítésükre is csak utólag van lehetőség. A váratlanul felbukkanó tudásalapú szinergiák arányát egy MOL-nál dolgozó szakértő 25%-ra becsülte. A tudásmegosztás révén előálló szinergiák állnak tehát azon előre nem jelzett teljesítménynövekedések mögött, amelyek a „váratlan” eredményeket produkálják. Itt is hangsúlyoznám azonban azt, hogy utólag mindenképpen megpróbálják meghatározni ennek mértékét. Vagyis a szinergia potenciál nem mérhető teljes körűen, de a realizált szinergia (az esetek többségében) igen.

Ha összevetjük a három esetben várt szinergia potenciálokat a szinergia realizálás mértékével, markánsan eltérő képet kapunk (lásd: 14. ábra). A Wallis esetében a szinergiákra vonatkozó becslés meghaladta a végül realizálni sikerült szinergiákat, ezzel ellentétben a MOL több szinergiát tudott realizálni a Slovnaft ügyletben, mint azt előre számították. A K&H és ABN Amro összeolvadásakor a szinergiákra vonatkozó elvárások és a realizált szinergiák találkoztak, nem történt váratlan módosulás egyik irányban sem.

14. ábra: A potenciális és a realizált szinergia viszonya a vizsgált esetekben



A fenti ábra két lehetőségre enged következtetni a szinergiák számszerűsítésekor. Egyrészt, a szinergia potenciál túlbecslése a túlbecslés mértékénél jobban hat a realizált szinergiákra, mivel a túlzott várakozások és az eredmények elmaradása olyan folyamatokat gerjesztenek, ami tovább nehezíti a realizálást. Másrészt, a szinergia potenciál becslése során számos olyan tényező bukkanhat fel, amit a gondos tervezés ellenére sem sikerült azonosítani, illetve előrejelezni. Ezt a két megállapítást összevetve az derül ki, hogy a szinergiák túlbecslése veszélyesebb, mint az alulbecslés, hozzáátve, hogy a túlságosan alacsony elvárások a kellő motiváltságot csökkenthetik. Reális elvárások megfogalmazása akkor könnyebb, ha a két cég tevékenységi köre hasonlóbb, illetve sok az átfedés, mivel így mindkét fél által ismert területeken történik együttműködés, ezért a várható hatások is jobban számszerűsíthetők (ez magyarázhatja azt, hogy a két bank esetében gyakorlatilag sikerült elérni a kitűzött célokat, viszont váratlan új eredmények sem bukkantak fel).

Összefoglalva a realizált szinergiák mértékét befolyásoló egyéb tényezőket az eltérő felvásárlási típusoknál találunk hasonló elemeket. Mindhárom felvásárlási típus esetében megegyező támogató tényező a felső vezetői figyelem, és mindhárom esetben egyaránt felbukkan gátló tényezőként a szervezeti kultúrák eltérése. Ezek a tényezők tehát azok, amelyek a felvásárlás kapcsolódási fokától függetlenül figyelmet igényelnek.

26. táblázat: A szinergiák realizálását támogató és gátló tényezők

Felvásárlás típusa	Támogató tényező	Gátló tényező
<i>Horizontális</i> <i>K&H és ABN Amro</i>	Integrációs Iroda Gyors döntések Időzítés	Vezetőcserék Bizonytalanság Morálcsökkenés
<i>Vertikális</i> <i>MOL és Slovnaft</i>	Alapos előkészítés Slovnaft Portfolio Management Felső vezetői támogatás Egyértelmű célok, világos kommunikáció Szoros pénzügyi kontroll	Környezeti hatások Kezdeti bizalmatlanság Kulturális különbségek
<i>Konglomerát</i> <i>Wallis és Elender</i>	Wallis Management Akadémia Személyes kapcsolatok Menedzsment pool	Szinergia-szkepticizmus Túlzott elvárások Stratégia változása

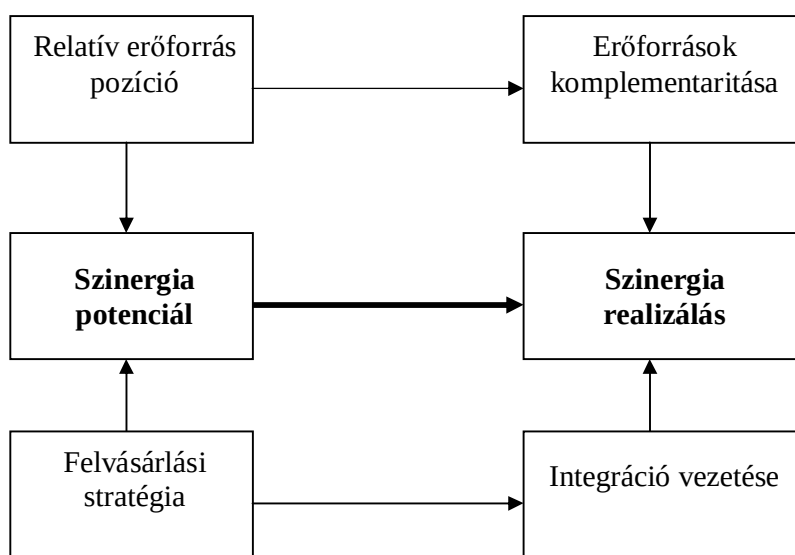
Összegezve a felvásárlások vezetésével kapcsolatos hipotézisek vizsgálatának kutatási eredményeit azt mondhatjuk, hogy sok esetben további kutatásokra van szükség, mert ellentmondásos képet kaptunk, különösen az integráció vezetésével kapcsolatos kérdésekben. A kvantitatív eszközökkel tesztelt kérdések sem nyertek alátámasztást, ami egyben azt is jelzi, hogy a felvásárlások vezetésével kapcsolatos kérdések ilyen eszközökkel nem kutathatók igazán. Arra van tehát szükség, hogy több esettanulmány segítségével tovább elemezzük az integráció módjára és eredményességére ható fő tényezőket, ami jövőbeli kutatási elképzeléseim között szerepel.

25. táblázat: A felvásárlások vezetésével kapcsolatos hipotézisek alátámasztása

Hipotézis	Kvalitatív alátámasztás	Kvantitatív alátámasztás
<i>H5: felvásárlási tapasztalat</i>	Nem	Nem
<i>H6a: felvásárlási stratégia</i>	Igen	Nem vizsgálta
<i>H6b: kiválasztás</i>	Nem	Nem vizsgálta
<i>H6c: tárgyalások</i>	Nem	Részben
<i>H6d: integráció</i>	Bizonytalan	Nem vizsgálta
<i>H7: kapcsolódás</i>	Bizonytalan	Nem

A felvásárlások vezetési folyamatának áttekintésével a kiindulási modellt tovább lehet finomítani. A pre-integrációs folyamatok közül a felvásárlási stratégia bizonyult a legmeghatározóbb tényezőnek, míg az integrációs szakaszban a vezetési kérdések, melyek közül a felső vezetői figyelem, a szervezeti kultúrákból fakadó problémák kezelése, valamint az integráció (strukturális, technokratikus és személyorientált) koordinációs eszközökkel történő támogatása érdemel figyelmet.

15. ábra: A szinergia realizálását vizsgáló modell módosulása



A fenti módosított modell segítségével a kutatásokat fókuszálni lehet folyamat kulcslépéseire és fel lehet tárni az egyes befolyásoló tényezők egymásrahatásának jellemzőit. Az erőforrások esetében a kiinduló erőforrás készletek egymáshoz való viszonyának és az erőforrás transzfer révén előálló kombinációknak a realizált szinergiák mértékére gyakorolt hatását elemezhetjük. A másik oldalról nézve a felvásárlási stratégia és az integráció során alkalmazható vezetési eszközök összefüggéseit lehet megvilágítani. A modellben a függőleges irányú kapcsolatok is értelmezhetőek, vagyis a felvásárlási stratégia és a cégek relatív erőforrás pozíciójának kölcsönhatása, valamint az erőforrások komplementaritásából fakadó vezetői feladatok vizsgálhatók a szinergia potenciálok realizálási folyamatában.

6.3. A szinergia kutatásának kérdései

Nemzetközi kutatási eredmények már vannak a szinergiákról, sőt a legkorábbi ilyen kutatásokat a felvásárlásokhoz kapcsolódóan már az 1960-as években lefolytatták (lásd: Kitching, 1967). Hazánkban egyelőre még nem folynak szinergiamenedzsment kutatások, ez a munka tekinthető a kezdeti lépésnek, ezért a módszertani tanulságok leszűrése elengedhetetlen. A felvásárlások kutatása is csak nemrégiben kapott lendületet, a PriceWaterhouseCoopers 1997 óta készít rendszeres felméréseket, és a tudományos kutatásokban is csak néhány éve találkozhatunk a felvásárlások vizsgálatával (pl.: GKI – Ernst & Young, 2001, és néhány kérdés erejéig az 1999-es „Versenyben a világgal” kutatási program keretében). A jövőbeli kutatások számára jelen kutatás rendkívül fontos hozadéka, hogy a szinergiák kutatásának módszertani lehetőségeire és korlátaira is felhívja a figyelmet. Azt valószínűsítem továbbá, hogy nemcsak az elméleti szakemberek részéről nő meg az érdeklődés a szinergia iránt, hanem a vállalatok részéről is egyre tudatosabb igények formálódnak majd a szinergiamenedzsment lehetőségek feltárására, ezért a kutatás gyakorlati implikációit is bemutatom. Az eredmények felhasználását az oktatásban is fontosnak tartom, a szinergiamenedzsment témának a stratégiai menedzsment kurzusokba való beépítését javaslom az erőforrás-alapú stratégiaalkotási megközelítéssel együttesen. Az értekezés legvégén megfogalmazott jövőbeli kutatási kérdéseknél tekintettel voltam mind a kutatást korlátozó tényezőkre, mind a felhasználási területekre, és az eredmények alkalmazhatóságára.

6.3.1. A módszertan változása

Már a kutatási terv elkészítésekor arra törekedtem, hogy módszertanilag több irányból vizsgáljam a szinergiák realizálására ható tényezőket. Az esettanulmányok és a statisztikai elemzés révén nyert tapasztalatok alapján a jövőbeli kutatások számára fogalmazhatunk meg javaslatokat, dilemmákat.

- *A szinergia definíciója:* A szinergia definiálásakor azzal a problémával szembesülünk, hogy különböző jelentéstartalmak kapcsolódnak a jelenséghez. A szinergia fogalma eleve értéktelített, pozitív hatásokat foglal magában, mégis gyakran használatos a pozitív szinergia szókapcsolat. A vezetők fejében lévő

elképzelések is különböznek a szinergiáról abból a szempontból, hogy ki milyen tágon értelmezi a fogalmat, azaz mit tekint szinergiának (csak az együttműködés megragadható előnyeit, vagy minden hatékonyságjavítási lehetőséget). A leggyakrabban a $2+2=5$ leegyszerűsítéssel találkozhatunk a gyakorlatban, melyet nem tartottam szerencsésnek tudományos szempontból, de az interjúkészítés és a vezetőkkel való kommunikáció során ez közös referencia alapot teremt, ezért kezdeti ellenállásom a kifejezés használatára csökkent.

- *A szinergia operacionalizálása:* A fogalmi elhatárolás nehézségei a fogalom operacionalizálásánál is jelentkeznek, hiszen a szinergia közvetett empirikus vonatkozású, ezért indikátorok segítségével kell megragadni (Kieser, 1995). Mivel a kutatásban elválasztottam a szinergia potenciált és a realizált szinergiákat, mindkét esetben indikátorokra volt szükség. A szinergia potenciált a kapcsolódás fokával közelítettem, de az eredmények nem támasztották alá egyértelműen ezt az összefüggést, ezért a két vállalat erőforrás pozícióját tekintettem át a szinergia potenciál becslésekor. Ez azt jelenti, hogy a szinergia potenciál becslések mindig az értékelőtől függenek, aki a lehetőségeket feltárja és elemzi, vagyis fellép a korlátozott racionalitással kapcsolatos összes torzító tényező, amit a szakirodalom a szinergia potenciál becslése során elkövetett vezetői hibák körébe sorol (Goold és Campbell, 1998; Collis és Montgomery, 1995). A realizált szinergia indikátora a teljesítmény változása, ami a szinergia értelmezésétől függően alkalmazható. A tágabb értelmezés révén a tudásalapú, és nehezen számszerűsíthető előnyökről nincs pontos információ, a szűkebb értelmezésben viszont nem tudjuk elkülöníteni a teljesítmény változását befolyásoló egyéb (környezeti) hatásokat.
- *A szinergia magyarázata:* A kutatás kezdeti célkitűzése magyarázat-orientált volt, azt keresve milyen ok-okozati összefüggések vannak a felvásárlási folyamat során lejátszódó erőforrás transzfer és a szinergiák realizálása között. Az empirikus tapasztalatok azonban nem tették lehetővé markáns, egyértelmű összefüggések megfogalmazását, még a statisztikai elemzésnél sem. Ennek oka, hogy multikauzális összefüggésekkel állunk szemben, a vizsgált hatás (a

szinergia realizálása) bekövetkezésének több szükséges feltétele van, és nem tudunk azonosítani olyan elégséges feltételt, aminek meglétekor az adott hatás biztosan bekövetkezik. Vagyis csak parciális magyarázatok adhatók a szinergia kutatásában.

- *A szinergia megértése:* A magyarázatra irányuló törekvések korlátai helyezik előtérbe a megértés fontosságát. Az esettanulmányok készítése során is ez dominált, próbáltam megérteni hogyan lehetséges a fúziók révén az értékteremtés. A megértési folyamatban a vezetői interjúkra és egyéb forrásokra támaszkodtam, amelyek azonban magukban hordoznak bizonyos torzításokat, és a hatalmi kérdéseket sem jelenítik meg objektíven (Perrow, 1994), valamint a kutatói szerep, pozíció (mint kívülálló személy) is befolyásol.
- *A szinergia vizsgálatának módszerei:* A magyarázat és megértés révén a szinergia vizsgálatának egy-egy részterületét térképezhetjük fel, hiszen mindkét módszernek vannak korlátozó tényezői. A szinergia kutatások módszertanára vonatkozóan ez azt jelenti, hogy kvalitatív és kvantitatív módszereket kell együtt alkalmazni, hogy teljesebb képet nyerjünk a vizsgált tényezőkről, hozzáátve, hogy ezek bár jól kiegészítik egymást, nem biztos, hogy lefedik a teljes problémakört.
- *A szinergia kutatásának gyakorlati relevanciája:* A szinergiák keletkezésére vonatkozó magyarázatok a gyakorlatban funkcionális magyarázatok, elterjedt a normatív állítások megfogalmazása a vezetőknek szóló publikációkban (pl.: „Az egész folyamat során fontos a megfelelő kommunikáció.”). Ezek a kijelentések azonban empirikus megerősítés nélkül semmitmondóak, és pozitív és negatív példák bemutatása egyaránt szükségesek az alátámasztásukra. A szinergia említése kapcsán sokszor csak egy legyintés a válasz, mert a fogalom eléggé elhasználódott, és a vegyes tapasztalatok a szinergia-szkepticizmus elterjedéséhez vezettek. A kétkedés egyfelől hasznos, mert korlátozza a felfelé történő becsléseket a szinergia potenciál értékelésekor, másfelől viszont káros, mivel a szinergia realizálásában résztvevők motivációja, és ezáltal az elért eredmények csökkennek. A publikációkban ezért egyaránt kell szólni a sikeres

és a kudarccal végződött esetekről, mert nem csak a pozitív példák szolgálhatnak tanulsággal.

A szinergia kutatások során tapasztalható korlátozó tényezőkről a fentiekben általánosságban véve szóltam, a jelen kutatást korlátozó tényezők bemutatása a következő fejezet témája.

6.3.2. Korlátozó tényezők

A kutatás egyszerre használt kvalitatív és kvantitatív eszközöket, az ezekkel kapcsolatos korlátozó hatásokat és a kutatási eredmények interpretálására gyakorolt hatását külön-külön mutatom be.

A *kvalitatív kutatás* során három esettanulmányt választottam, melyek megfeleltek az előre definiált szelekciós kritériumoknak és illusztrálták a felvásárlások három típusát. A megállapítások általánosíthatóságát az esetek kiválasztásában az befolyásolja, hogy így mindegyik típusra csak egy-egy példát mutattam be, és ezért nem lehet olyan összehasonlításokat tenni, ami egy adott felvásárlási típust vet össze egy másikkal. A három eset adatgyűjtési módszerei azonban lehetőséget adnak az erőforrás típusok transzferálhatóságának vizsgálatára, mivel mindegyik esetben többféle erőforrás transzfert is megfigyelhettünk. A szinergia realizálásának mértékét, a fúzió értékelését vállalati dokumentumok alapján számszerűen igyekeztem alátámasztani, de ez nem garancia arra, hogy minden valós, eredményt befolyásoló tényezőt megismertünk. Az eredmények kommunikálásában a kedvező hatások felnagyítása és a kedvezőtlen hatások marginalizálása a szokásos reakció, ennek ellenére az adatok nagyságrendje megfelelően utal az elért eredményekre. A szinergiát gátló tényezők vizsgálatakor azonban a nehézségek bemutatása valószínűleg nem teljeskörű. Ezenkívül az esettanulmányok elkészítési körülményei nem tették lehetővé még több kulcsszemély megkérdezését, és a jövőbeli kutatásokban arra is oda kell figyelni, hogy nemcsak a vezetők, hanem az alkalmazottak, a változások első számú érintettjei hogyan viszonyulnak az eseményekhez.

A *kvantitatív kutatás* kérdőíves felméréssel valósult meg, melynél a legkomolyabb korlátozó tényező a mintaelemszám alacsony volta. Ez az alkalmazható (többváltozós) adatelemzési technikák korlátozását vonta maga után, aminek következtében elsősorban

a teljesítménnyel összefüggő hipotézisek tesztelésére nem nagyon volt lehetőség (például klaszterelemzés révén). A hipotézisek egy részében azonban csak egy-egy változó közötti kapcsolat szorossága és iránya volt kérdés, ezekre a korrelációs együttthatók vizsgálata szignifikáns eredményeket mutatott. Az így megszületett eredmények értelmezésekor a minta reprezentativitásának problémája merülhet fel, de a kiválasztási szempontok alapján a populációba tartozó vállalatokról kaphatunk átfogó képet, amit össze lehet vetni a hazai vállalati kört egészében jellemző mutatókkal az eredmények szélesebb körű vizsgálata során. A kérdőív kérdéseivel kapcsolatos korlátozó tényező, hogy átfogó (funkcionális terület szerint megragadható) erőforrás-kategóriákat használ, és az erőforrások természetéről (egyediség, oszthatatlanság, komplementaritás) nincs információnk.

6.3.3. Implikációk, jövőbeli kutatási kérdések

A vizsgált probléma a gyakorlati életben a *vezetői* döntések kapcsán „élesben” jelentkezik. A vezetők munkájának támogatására két dolgot tartok fontosnak ezen kutatás alapján: egyrészt, oldani kell a szinergia-szkepticizmust, melynek eszköze konkrét esetek bemutatása (például vezetőképzésben, esettanulmányok révén), másrészt, a gyakorlati tapasztalatokból leszűrt módszerek figyelembevételével a szinergiák realizálását támogató tényezők tudatosítására van szükség (például publikációk, oktatás révén).

A *hazai vállalkozások* számára – és itt nemcsak a nagyvállalati körről van szó – egyre inkább előtérbe kerül olyan vezetési képességek birtoklása, ami a felvásárlásokkal, összeolvadásokkal és az így elérhető szinergialhetőségek kiaknázásával kapcsolatos. Erre két tendencia utal: egyrészt, fokozatosan növekszik a hazai cégek közötti összeolvadások száma (ahol mindkét fél magyarországi bejegyzésű), másrészt, az EU csatlakozás hatásaként a hazánkba irányuló külföldi befektetések száma megnőtt, illetve a magyar cégek jelenléte a majd csak később csatlakozó országokban fokozódik (PriceWaterhouseCoopers, 2002). Ezért a növekedést segítő kedvező forráshoz jutási lehetőségek biztosításán túl gazdaságpolitikai szinten az érintett vállalati kör vezetőinek képzése is szerepet kell hogy kapjon (például: konferenciák szervezése szinergiamenedzsment témában).

Az egyetemi szintű oktatásban ott látom jelentőségét a szinergiamenedzsment kérdések becsatornázásának, ahol a hallgatók a stratégia megvalósításáról tanulnak. A stratégiai témájú kurzusokba az erőforrás-alapú megközelítés tárgyalásával párhuzamosan építenék be szinergiával kapcsolatos kérdéseket, módszertanilag pedig oktatási célú esettanulmányok írásával lehet támogatni az elméleti ismereteket. A most elvégzett kutatáshoz kapcsolódóan tervezem oktatási esettanulmányok készítését, mind a MOL, mind az Elender részéről kedvező visszajelzéseket kaptam ezzel kapcsolatban, és a későbbiekben megkísérlem újból felvenni a kapcsolatot a bankos eset szereplőivel. Ezenkívül a jövőbeli kutatások iránya is arra vezet, hogy újabb esettanulmányok szülessenek a témában.

A jövőbeli kutatások szempontjából több továbblépési, illetve elmélyítési lehetőséget látok.

- Az erőforrások transzferével kapcsolatban tovább elemezhető, hogy a komplementaritásra vagy az azonosságra építő felvásárlások sikeresebbek.
- Fontosnak tartom bevonni a vizsgálatokba az iparági tényezőket, mert arra ebben a kutatásban nem derülhetett fény, miképpen befolyásolja az iparági hovatartozás, az iparági változások dinamikája a felvásárlások révén elérhető eredményeket. Ennek eszköze lehet a mintaelemszám növelése és a kutatási kérdőív iparági jellemzőket vizsgáló változócsoportjával való összevetés.
- A mintában rejlő további elemzési lehetőség a felvásárlások motivátorainak és az anyavállalat jellemzőinek (pl.: méret, diverzifikáltság, anyaország) bevonása az erőforrás transzferre ható tényezők alaposabb feltárása érdekében.
- Új szempontokat vezetne be a tulajdonosi háttér (magán-állami, magyar-külföldi, domináns-szétszórt) részletesebb vizsgálata és hatásának elemzése.
- Releváns kontextuális elmozdulási irány a határokon átvelő (cross-border) ügyleteknél megfigyelhető sajátosságok elkülönítése, hiszen az ilyen típusú ügyletek száma várhatóan növekedni fog.

Mellékletek

1. Interjúvázlat

A felvásárlás folyamata

Hogyan jellemezné a felvásárlási folyamat egyes szakaszait? Vezetési szempontból mire kellett odafigyelni az egyes szakaszokban?

Felvásárlási stratégia

- Hogyan illeszkedett a cég stratégiájába a felvásárlás révén történő növekedés?
- Mi motiválta a felvásárlást? Mi volt a céljuk ezzel a felvásárlással?

Kiválasztás

- Hogyan történt a célvállalat kiválasztása?
- Milyen Önök számára fontos erőforrással és képességgel rendelkező akkori ismereteik szerint a célvállalat?

Tárgyalás

- Kik vettek részt a tárgyalásokban?
- Mennyi időt vettek igénybe a tárgyalások?
- Hogyan jellemezné a tárgyalás folyamatát?

Integráció

- Mik voltak az első lépések, amiket megtettek?
- Mire kellett legjobban odafigyelni?
- Mennyi időt vett igénybe az integráció?
- Milyen erőforrások, szervezeti képességek játszották a legnagyobb szerepet az integrációs folyamat eredményeiben?

Hogyan értékelné a felvásárlást?

Van-e olyan tapasztalat, tanulság, amit átadna azoknak, akik egy összevonás előtt állnak (vagy a cég jövőbeli felvásárlásai szempontjából hasznosak)?

Szinergiamenedzsment

- Hogyan definiálná a szinergia fogalmát?
- Milyen szinergia potenciálokat azonosítottak?
- Miket sikerült realizálni ezek közül?
- Miket nem sikerült realizálni? Miért?
- Voltak-e nem várt eredmények?
- Milyen tényezők segítették a szinergiák realizálását?
- Milyen tényezők akadályozták a szinergiák realizálását?
- Hogyan mérték, számszerűsítették a szinergiákat?
- Hogyan változott a teljesítmény a felvásárlás hatására?

2. Kérdőív

A MASEE projektben használt kérdőív felvásárlásokra és részleges felvásárlásokra vonatkozó kérdései

Felvásárlás történet

1. Mikor történt a felvásárlás? (év, hónap) _____
2. Ezt megelőzően hány felvásárlást hajtott végre a felvásárló vállalat? _____
3. Kérjük, hasonlítsa össze a külföldi anyavállalatot és a felvásárolt vállalatot (az Ön cégének elődjét) közvetlenül a felvásárlás előtt. Mennyire ért egyet az alábbi állításokkal?

	egyáltalán nem ért egyet	kis mértékben egyetért	részben egyetért	nagyjából egyetért	teljesen egyetért
a. A termékskála hasonló volt	1	2	3	4	5
b. A technológia hasonló volt	1	2	3	4	5
c. A földrajzi piacok hasonlóak voltak	1	2	3	4	5
d. A vevőkör hasonló volt	1	2	3	4	5
e. A két vállalat közvetlen versenytárs volt	1	2	3	4	5

4. Értékelje a felvásárolt cég helyzetét az anyavállalat alábbi jellemzőihez viszonyítva a felvásárlás időpontjában!

	A felvásárolt cég pozíciója	sokkal gyengébb	egyforma	sokkal erősebb	
a. Innovativitás	-2	-1	0	1	2
b. Termelési eljárások	-2	-1	0	1	2
c. Vevőkkel kapcsolatos erőforrások (márkanév, kereskedelmi hálózat)	-2	-1	0	1	2
d. Pénzügyi erőforrások	-2	-1	0	1	2
e. Vezetési képességek	-2	-1	0	1	2

Felvásárlási tárgyalások

5. Milyen mértékben igyekeztek befolyásolni az alábbi csoportok vagy intézmények a felvásárlási tárgyalások kimenetelét?

	semennyire		kissé	jelentősen	
a. Üzemi tanács	1	2	3	4	5
b. Privatizációs ügynökség	1	2	3	4	5

c. Egyéb központi kormányzati szerv	1	2	3	4	5
d. Helyi önkormányzati szervek	1	2	3	4	5
e. Helyi érdekcsoportok vagy politikusok	1	2	3	4	5

6. A vállalatvezetéssel vagy a részvényesekkel, illetve a privatizációs ügynökséggel való **első befektetői kapcsolatfelvételtől kezdve mennyi idő telt el** az alábbi eseményekig?

	1 hét	1 hónap	1-2 hónap	2-6 hónap	6-12 hónap	1-2 év	2 évnél több
Első kapcsolatfelvételtől...							
a. ...a szándéknyilatkozatig	1	2	3	4	5	6	7
b. ...a végleges szerződés aláírásáig	1	2	3	4	5	6	7
c. ...a működés irányításáig	1	2	3	4	5	6	7

Erőforrás, tudás- és képességtranszfer

7. Milyen mértékben használta az anyavállalat a felvásárolt vállalat erőforrásait saját **meglévő** üzleteinek erősítésére (tehát a felvásárolt vállalaton kívül)?

	egyáltalán nem		bizonyos mértékig		nagy mértékben
a. A felvásárolt vállalat innovációs képességeit	1	2	3	4	5
b. A felvásárolt vállalat termelési know-how-ját	1	2	3	4	5
c. A felvásárolt vállalat értékesítési hálózatát	1	2	3	4	5
d. A felvásárolt vállalat márkaneveit	1	2	3	4	5
e. A felvásárolt vállalat pénzügyi erőforrásait	1	2	3	4	5
f. A felvásárolt vállalat vezetési képességeit	1	2	3	4	5

8. Milyen mértékben nyújtott erőforrásokat az anyavállalat a felvásárolt vállalat megerősítésére?

	egyáltalán nem		bizonyos mértékig		nagy mértékben
a. Technológiai innovációs képességek nyújtása	1	2	3	4	5
b. Termelési know-how nyújtása	1	2	3	4	5
c. A felvásárolt cég termékeinek integrálása a meglévő értékesítési hálózatba	1	2	3	4	5
d. Márkanevek megosztása a felvásárolt vállalattal	1	2	3	4	5
e. Pénzügyi erőforrás nyújtása	1	2	3	4	5
f. Vezetési képesség nyújtása	1	2	3	4	5

Teljesítmény

9. Hogyan változott az Önök cégének teljesítménye a felvásárlás előtti állapotához viszonyítva?

	erősen csökkent/romlott		változatlan			jelentősen nőtt/javult	
a. Termelékenység	-3	-2	-1	0	1	2	3
b. Jövedelmezőség	-3	-2	-1	0	1	2	3
c. Bevételek növekedése	-3	-2	-1	0	1	2	3
d. Hazai piaci részesedés	-3	-2	-1	0	1	2	3
e. Új termékek fejlesztése	-3	-2	-1	0	1	2	3

3. A Gazdasági Versenyhivatal által vizsgált esetek (1998-2003)

1998

Felvásárló

Orosházi Üveggyár Kft.
Hungarotabak Dohányértékesítő Rt
Nutricia Tejtermék és Ital Kereskedelmi Kft
Agrograin Kereskedelmi Rt és a Cerinvest-Z Kft
Magyar Alumínium Rt
NUTRICIA Tejtermék és Italkereskedelmi Kft.
DG Bank és a Hungária Biztosító Rt
STORA MERCHANT AB
SPAR Magyarország Kereskedelmi Kft
Nestlé Hungária Kft
Agrograin Kereskedelmi Rt
TRANSELEKTRO Erőműfejlesztő és Üzemeltető Kft.,
EUROINVEST Erőműfejlesztő és Üzemeltető Kft
MT-Liz Kft
Inter-Europa Consulting Kft
RWE Energie AG.
HC Invest Szállítványozási Kft
GLOBUS Konzervipari RT
Compaq Computer Corporation
V.Sz. a.s. Holding Kosice
Rheinbraun AG
NESTLÉ S.A
MECSEK Menedzsment Tanácsadó Kft
MECSEK Fűszért Rt
Magyar Lapterjesztő Részvénytársaság

Célvállalat

Sajószentpéteri Üveggyár Rt.
Tobaccoland Hungária Kereskedelmi és Szolgáltató Kft
Sárréti Tej Rt
Zalagabona Rt
Hungalu Kereskedelmi Kft
Zalka-Tej Rt
Magyar Takarékszövetkezeti Bank Rt
Papírker Kereskedelmi Részvénytársaság
Super Közért Kereskedelmi, Szolgáltató Rt
Jupiter Állati Eledelgyártó Kft.
Gabonabefektetői Kft és a Békési Gabona Rt
Bakonyi Erőmű Rt.
IKARUS Járműgyártó Rt
New York Bróker Budapest Értékpapírforgalmazási Rt
Energie Baden - Württemberg AG
Hunarocamion Nemzetközi Autóközlekedési Rt
FOOD-FARMS '96. RT
Digital Equipment Corporation
DAM Diósgyőr Diósgyőri Acélművek
Ipari és Kereskedelmi Rt
Mátrai Erőmű
DALGETY PLC. Spillers
PÉCSI Erőmű Rt
BAKONY Fűszért Részvénytársaság
a BUVIHIR Postai Hírlapkereskedelmi Rt;
- a DÉLHÍR Postai Hírlapkereskedelmi Rt;
- az ÉSZAKHÍR Postai Hírlapkereskedelmi Rt;
- a Budapesti Hírlapkereskedelmi Rt;
- a PANNÓNHIR Postai Hírlapkereskedelmi Rt;
- a RÁBAHIR Postai Hírlapkereskedelmi Rt;
-a RÓNAHÍR Észak-alföldi Postai Hírlapkereskedelmi

SZIKRA Lapnyomda Rt

HAJDÚ-BÉT Baromfitermelő és Értékesítő Rt

Budapest Hitel- és Fejlesztési Bank Rt

ATHENAEUM Nyomda Rt

HUNGAVIS Külkereskedelmi Rt

AVA-Liz Szolgáltató Kft

1999

Felvásárló

ENSO Oyj

Henkel Magyarország Termelési és Kereskedelmi Kft

APOLLON Vermögensverwaltungs Gmbh.

ICN Magyarország Részvénytársaság

Credintanstalt-IB Értékpapír Rt.

Bestfoods Magyarország Élelmiszer Feldolgozó és Kereskedelmi Rt

SPAR Magyarország Kereskedelmi Kft

Lear Corporation

Ford Motor Company

E.I. du Pont de Nemours and Company

General Electric Company

BayWa AG

Renault S.A

Wallis Investments Ltd.

Extermetal Ltd.

AB. Volvo

Bayernwerk Hungária Energetikai Rt

Célvállalat

STORA Kopparbergs Berglags AB.

Kemikál Építőanyagipari Rt barcsi gyára

HUNGÁRIA Biztosító Rt.

Fúzió-Pharma Gyógyszer-Gyógytermék Nagy- és Külkereskedelmi Rt.

HYPO-Securities Hungária Rt

Glóbus Konzervgyár Rt

ÉLÍKER Ingatlanhasznosító Rt

United Technologies Automotive Inc

Volvo Personvagnar Holding AB

Pioneer Hi-Bred International Inc.

European Gas Turbines N. V. nagyteljesítményű gázturbina üzletága

RWA Raiffeisen Ware Austria AG

Nissan Motor Co., Ltd. és a Nissan Diesel Motor Co., Ltd.

Hajdú-BÉT Baromfitermelő és Értékesítő Rt.

DUNAFERR Lőrinci Hengermű Kft

AB. Scania

TITÁSZ Áramszolgáltató Rt

2000

Felvásárló

ALSTOM S. A

AES Tisza Hotdings B.V.

AES Áramtermelő Holdings B.V.

Borsodi Energetikai Termelő és Szolgáltató Kft.

UTA PHARMA Beteiligungs GmbH.

Westpharma Gyógyszerkereskedelmi Rt

Célvállalat

ABB Handels und Verwaltungs A. G.

AES Summit Generation Ltd.

Borsodi Energia Termelő és Szolgáltató Kft.

AES Tisza Erőmű Rt.

Cirrusz Befektetési Rt. és a Quadron Kereskedelmi és Szolgáltató Kft.

Cirrusz Befektetési Rt

MATÁV-kábelTV Kft	Marczibányi Téri Művelődési Központ tulajdonát képező kábeltelevíziós hálózatot
International Business Machines Corporation	Sequent Computer Systems Inc.
Deutsche Telekom AG	MediaOne International B.V. és a Westel Rádiótelefon Kft
LINDE AG	AGA AB.
MATÁV-kábelTV Kft.	Marcali Város Önkormányzat tulajdonát képező kábeltelevíziós hálózatot
AES Tisza Hotdings B.V.	AES Summit Generation Ltd
AES Áramtermelő Holdings B.V.	Borsodi Energia Termelő és Szolgáltató Kft.
Montina Constructive B.V.	Cofinec N.V.
Bau Holding AG I. rendű; valamint ILBAU GmbH Deustschland II. rendű	STRABAG Bau AG Köln
Westpharma Gyógyszerkereskedelmi Rt	Westpharma Gyógyszerkereskedelmi Rt
PHOENIX Pharma Gyógyszerkereskedelmi Rt.	Westpharma Gyógyszernagykereskedelmi Rt
VNU Budapest Lapkiadó Rt	EKH Egyesült Kiadói Holding Kft
Hajdútej Tejipari Részvénytársaság	WÉS Tejipari és Kereskedelmi Rt
Inter-Európa Consulting Kft.	Inter Európa New York Bróker Befektetési Rt.
LINDE AG	AGA AB.
GE Lighting Tungstram Rt.	MEDICOR Röntgen Rt.
AES Tisza Hotdings B.V	AES Summit Generation Ltd
MATÁV-kábelTV Kft	Tata Város Önkormányzata tulajdonát képező kábeltelevíziós hálózatot.
VIVENDI Telecom International S. A.	UNITED Telecom Investment B. V
PERRIER Vittel S.A.	Kékkúti Ásványvíz Rt.
AGROKOMPLEX Centrál Soya Takarmánygyártó és Forgalmazó Rt	Eridania Beghin-Say Budapest Kereskedelmi és Szolgáltató Kft
MATÁV-kábelTV Kft.	Marczibányi Téri Művelődési Központ tulajdonát képező kábeltelevíziós hálózato
Elcoteq Network Corporation	Nokia Monitor Magyarország Kft. és az IMMOLEASE Kereskedelmi Kft
Deutsche Telekom AG	MediaOne International B.V
KBC Bank N. V	Kereskedelmi és Hitelbank Rt.
EXTERMETAL Ltd	METALKER Kereskedelmi Kft
TOTAL FINA S.A	ELF Aquitaine S.A
GE Hungary Ipari és Kereskedelmi Rt.	Radiológia Gyártó és Szolgáltató Kft.
Borsodi Energetikai Termelő és Szolgáltató Kft.	AES Tisza Erőmű Rt.

UTA PHARMA Beteiligungs GmbH	Westpharma Gyógyszerkereskedelmi Rt. kiskereskedelmi üzletága, valamint a Cirrusz Befektetési Rt. és a Quadron Kereskedelmi és Szolgáltató Kft
NÉMET-KÁBEL Vagyongazdálkodó Részvénytársaság	Német Befektetési Társaság Rt
Max Aicher GmbH & Co	KOALFÉM TRANS Kohászati Alapanyag- Fémfeldolgozó és Forgalmazó Kft
International Business Machines Corporation	International Business Machines Corporation
MATÁVkábelTV Kft. MATÁVkábelTV Kft	SAT-ELIT 2000 Kft Esztergom Város Önkormányzata tulajdonát képező kábeltelevíziós hálózat üzemeltetési jogát.
MATÁVkábelTV Kft	Wirepress Kft. tulajdonát képező kábeltelevíziós hálózatot
MATÁVkábelTV Kft	Tele 6 Elektronika Kft. tulajdonát képező kábeltelevíziós hálózatot
ALSTOM S. A. Agrolinz Magyarország Vegyipari Kft	ABB ALSTOM Power N. V. Hydro Hungary Ipari és Kereskedelmi Kft. agrárpari termékeket értékesítő üzletágát
MATÁVkábelTV Kft	Délkábel Kft. tulajdonát képező kábeltelevíziós hálózatot
GLOBUS Konzervipari Rt	Csabai Konzervgyár Rt
CITIBANK Rt.	ING Bank Rt. Lakossági Üzletágát
RWE Umwelt Services Hungary Környezetvédelmi Kft.	A.S.A. Hungária Holding Vagyongazdálkodó és Szolgáltató Kft
MATÁVkábelTV Kft	Délkábel Kft
CONOPCO Inc	Bestfoods Corporation
Ford Motor Company	Land Rover Group Limited
Compagnie de Saint-Gobain	Raab Karcher Budapest Tüzelő és Építőanyagkereskedelmi Rt
Tate & Lyle PLC	Amylum Europe N.V.
BASF Antwerpen AG.	Cyanamid Hungary Kereskedelmi és Szolgáltató Kft
Hutchinson SA	R.u.F. Verwaltungsgesellschaft mbH
Deutsche Telekom AG	MagyarCom GmbH üzletrészei ötven százaléka
Metsä-Serla Oyj	Cofinec Petőfi Karton Csomagolóanyagipari Kft. és a Cofinec Hungary Öntapadó-címke Gyártó Kft.
AB Volvo	Renault Vehicules Industriels s. a. és Renault Vehicules Industriels Finance s. a
Magyar Fejlesztési Bank Rt	Magyar Befektetési Rt
WPP Group plc	Young & Rubicam Inc
AES Áramtermelő Holdings B.V.	Borsodi Energia Termelő és Szolgáltató Kft
FINALIM III S. A.	Győri Kéksz Kft
Vodafone Group Plc., Vivendi S. A. és Canal+ S. A.	Vizzavi Ltd. közös vállalat megalapítása

MATÁVkábelTV Kft	Marczibányi Téri Művelődési Központ tulajdonát képező kábeltelevíziós hálózatot
General Electric Capital Corporation	Budapest Hitel és Fejlesztési Bank Rt
Deutsche Telekom AG Novartis AG. és AstraZeneca PLC	MagyarCom Szolgáltató Kft engedélyezi a Syngenta AG megalapítását
Hajdútej Tejipari Rt	Mátratej Termelői, Kereskedelmi és Szolgáltató Kft és a Jász-Gyöngy Tej Termelői, Kereskedelmi és Szolgáltató Kft
PICK Szeged Szalámigyár és Húsüzem Rt	Ceglédhús Húsipari és Kereskedelmi Kft vagyonába tartozó ingatlanokat, eszközöket és berendezéseket

2001

Felvásárló

Vereinigte Elektrizitäts-und Bergwerks AG
(VEBA AG)
Philip Morris Companies Inc.
Schneider Electric S.A.
Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG.
Central Europe Capital Inc.

Colas Hungária Építőipari Kft
General Electric Company
AGROGRAIN RT
RÁBA Magyar Vagon- és Gépgyár Rt
KBC Bank N.V.; ABN AMRO Bank N.V.
Hungerpharma Gyógyszernagykereskedelmi Rt.;
Forrás Vagyonkezelési és Befektetési Rt.
Vivendi S.A. és Canal+ S.A.
TOTAL Hungária Kereskedelmi Kft
VIVENDI Environnement S.A.; Electricité de France
Investel Magyar Távközlési Befektetési Rt
General Electric Capital International Financing Corporation
EDF International S.A.
VNU N.V.
Magyar Távközlési Rt
VR-Leasing AG
MATÁVCom Kommunikációs Rendszereket Szolgáltató Kft
Magyar Távközlési Rt.
Bernard Matthews B.V.
Siemens AG; Robert Bosch GmbH
NESTLÉ Holdings Inc.
Schneider Electric SA

Célvállalat

Vereinigte Industrie - Unternehmungen AG
Nabisco Holdings Corp.
Prodax Elektromos Szerelvénygyártó Rt
Bank Austria AG.
GEH 1 LLC
Alterra Építőipari Kft; Egri Útépítő Rt;
Debreceni Magas-, Mély- és Útépítő Rt;
Colas - Északkő Bányászati Kft; Pest Környéki Kőbányák Kft
Honeywell International Inc.
Dél-Dunántúli Gabonaipari Rt
IMAG IKARUS Móri Alkatrészgyártó Kft
Kereskedelmi és Hitelbank Rt, ABN AMRO Magyar Bank Rt
PharmaChom Gyógyszernagykereskedelmi Kft
The Seagram Company Ltd.
ELF OLAJ Hungária Kereskedelmi Kft
Prometheus Tüzeléstechnikai Rt
MATÁVkábelTV Kft
Budapest Hitel és Fejlesztési Bank Rt
Budapesti Erőmű Rt
AC Nielsen Corporation
AD Makedonski Telekomunikacii-Skopje
Lombard Pénzügyi és Lízing Rt
CompArgo Számítástechnikai, Távközlési és Szolgáltató Kft
Emitel Távközlési Rt.
SáGa Foods Baromfiipari Rt
Atecs Mannesmann AG; Mannesmann Rexroth AG
Ralston Purina Company
Legrand SA

UPC Magyarország Kft	Zuglói Kommunikációs Szolgáltató Kft
Frantschach Packaging Sack Beteiligungsholding BV	CEMPACK Cementipari Csomagoló és Csomagolástechnikai Kft
Glaxo SmithKline plc.	SmithKline Beecham plc.; Glaxo Wellcome plc.
BNP-Paribas S.A.	BNP-Dresdner Bank (Hungaria) Rt
Láng Kiadó és Holding Rt	Geomédia Kiadói Rt
Stinnes AG.	Holland Chemical International N.V.
	Postabank Press Hirdetésszervező Reklámügynökség Rt., KH Invest Befektetési Tanácsadó Kft.
Axel Springer-Magyarország Kft.	UnitedGlobalCom, Inc.
Liberty Media Corporation	Koninklijke Numico N.V.
Friesland Coberco Dairy Foods Holding N.V.	AssiDomän Sturovo a.s.
Kappa Packing B.V.	Eurolizing Letét Kft
Magyar Külkereskedelmi Bank Rt	
Pannon-Gabona Feldolgozó és Kereskedelmi Rt.; Gabinvest Befektetési és Szolgáltató Kft.	Proforg Kereskedelmi és Gabonaipari Rt
Tyco International Ltd.	CIT Group Inc.
Continental AG.	TEMIC TELEFUNKEN microelectronic GmbH
Hachette Distribution Services S. A.	Hungaropress Korlátolt Felelősségű Társaság
KBC Bank N.V.	ABN AMRO Bank Rt; Kereskedelmi és Hitelbank Rt
Wallis Befektetési, Gazdasági Tanácsadó és Vagyonkezelő Rt	
Group 4 - Matávör Távfelügyeleti és Biztonsági Szolgáltató Rt	Hajdú-Bét Baromfitermelő és Értékesítő Rt
Tyco International Ltd.	Monitoring Security Vagyonvédelmi és Szolgáltató Kft
CE Oil & Gas Beteiligung und Verwaltung AG	C.R. Bard Inc.
SanomaWSOY OYS	BorsodChem Rt.
MATÁVKábelTV Kft.	VNU Magazine B.V.
Hajdú-Bét Baromfitermelő és Értékesítő Rt.	Szegedi Kábeltelevízió Rt.
British Petroleum International Limited	Novofarm Kereskedelmi, Termelő és Szolgáltató Rt.
Tyco International Ltd.	Solvay SA
WPP Group plc.	Sensormatic Electronics Corporation
Pantel Novum Kft.	Tempus Group plc.
Erste Bank Befektetési Magyarország Rt.	MOLTELECOM
BNP Paribas Lease Group S.A.	Nomura Értékpapír Magyarország Rt.
	Leasfinanz Hungaria Rt; Leasfinanz Kft.

2002

Felvásárló

belga Raffinerie Tirlemontoise S.A.

Ringa Húsipari Rt
Hewlett-Packard Company
CEE Property Invest Immobilien AG.

General Electric Company
Bayer AG
Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Rt,
az EGIS Gyógyszergyár Rt, a Béres Befektetési Rt
a Magyar Gyógyszer Tanácsadó, Szervezés és Szolgáltató Rt

Célvállalat

Eastern Sugar Cukoripari Rt.
Magyar Cukor Rt.
Falcotrade Húsipari és Kereskedelmi Kft
Compaq Computer Corporation
EPI Kft., a CHH Kft., a DÓM Kft.
Spirent Plc, Spirent B.V., Spirent International Inc. és Spirent GmbH
Aventis Crop Science Holding S.A.

Hungaropharma Gyógyszernagykereskedelmi Rt

Siemens Leasing Kft.
Telenor Mobile Communication AS
Tyco Electronics UK Ltd.
IVECO S.P.A
Nestlé Deutschland AG
Nestlé Unternehmungen Deutschland GmbH
DAM Steel Speciális Acélgyártó Rt.
Branton B.V.
BP
International Business Machines Corporation
Magyarországi Kft.
OTP
Creditanstalt-IB Értékpapír Rt
Universal Music GmbH
Szabolcs Gabonafeldolgozó és Forgalmazó Rt.
Magyar Posta Rt.
Imperial Tobacco Group Plc.
CVC Capital Partners Belgium
Chinoin Gyógyszer- és Vegyszeti Termékek
Gyára Rt
Mazda Motor Corporation

Trafficom Hírközlési Szolgáltató Kft.
Pannon GSM Távközlési Rt
Meggitt Electronic Components Ltd.
Irisbus Holding S.L.
Schöller Holding GmbH & Co. KG
Schöller Holding International KG
Diósgyőri Acélművek Rt. Fa.
Davy Process Technology AG
E.ON

ISC-Hungária Informatika Kft.
Investicna a Rozvojova Banka a.s.
HYPO-Securities Hungária Rt.
Koch Investgesellschaft mbH
TAKEV Takarmánykeverő Rt.
Postabank és Takarékpénztár Rt.
Reemtsma Cigarettenfabriken GmbH
Massive International N.V.

Pharmavit Gyógyszer- és Élelmiszeripari Kft
Mazda Austria GmbH

2003

Felvásárló

Matáv Rt
Fotex Első Amerikai Magyar Fotószolgáltatási Rt
Louis Delhaize S. A.
Ruhrgas Industries Metering Holding GmbH
Mecsek Fűszért Rt.
Servipharma AG (Novartis-csoport)
BASF AG
MOL Magyar Olaj- és Gázipari Rt.
E.ON Rt.
Globus Konzervipari Rt.
Dipol Holdings Limited
E.ON AG
International Business Machines Corporation
VR-Leasing AG
Nordzucker AG
BAIN Capital Investors LLC

Célvállalat

Group 4 - Matávör Távfelügyeleti és Biztonsági Szolgáltató Rt
FTC Labdarúgó és Sport Kft.
Csemege-Match Kereskedelmi Rt.
ABB Handels- und Verwaltungs GmbH áram- és vízmérő üzletágát
Sláger Kereskedőház Rt. és az MM Gasztronómiai Nagykereskedelmi Kft.
Lek farmaceutiska družba d.d.
Bayer Corp Science AG "Fipronil és egyes gombaölőszerek" üzletágát
Slovnaft a.s.
Dunaújvárosi Szennyvíztisztító Szolgáltató Kft.
Nagykőrösi Konzervgyár Rt., CENT-R Kft. és a TOMAT 2000 Kft.
West End Szálloda Ingatlanhasznosító Rt.; stb.
Gelsenberg AG és Bergemann GmbH (Ruhrgas-csoport)
Rational Software Corporation
VB-Leasing International Holding GmbH
Mátra Cukor Mátravidéki Cukorgyárak Rt., a Szerencsi Cukorgyár Rt. és a Szolnoki Cukorgyár Rt.
SigmaKalon Group

Austria Verein, illetve Vulcania	AXA Konzern AG.
Telemark N. V.	Magyar Telecom B. V. (Matel)
Fúzió-Pharma Gyógyszernagykereskedelmi Rt.	PharmaChom Kft.
Axelero Internet Szolgáltató Rt.	Alba Internet Adatbank és Informatikai Kft.
Mecsek Fűszért Rt.	Zéta Kereskedelmi Rt.
Sanpaolo IMI Internazionale S.p.A.	Inter-Europa Bank Rt.
OMV Hungária Ásványolaj Kft	ARAL Üzemanyag Kereskedelmi Kft.
	MOL-GÁZ Kereskedelmi Kft.,
	a Zsámbékgáz Gázvezeték Építető és Vagyongazdálkodó Rt.
	és a Turul Gázvezeték Építő és Vagyongazdálkodó Rt.
Tiszántúli Gázszolgáltató Rt.	Békéscsabai Hűtőipari Rt.
Globus Konzervipari Rt.	Pharma Concept Részesezési és Szolgáltató Kft.
UTA Pharma Beteiligungs GmbH	Jenbacher AG
General Electric Company	Rotary Fűrészi Rt.
Rotary 2003 Befektetési és Tanácsadó Kft.	

4. A kérdőívből nyert adatok

Gyakorisági eloszlások

Felvásárlás éve

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1989	2	,9	4,7	4,7
	1991	2	,9	4,7	9,3
	1992	6	2,8	14,0	23,3
	1993	2	,9	4,7	27,9
	1994	3	1,4	7,0	34,9
	1995	5	2,4	11,6	46,5
	1996	5	2,4	11,6	58,1
	1997	4	1,9	9,3	67,4
	1998	2	,9	4,7	72,1
	1999	3	1,4	7,0	79,1
	2000	5	2,4	11,6	90,7
	2001	3	1,4	7,0	97,7
	2002	1	,5	2,3	100,0
	Total	43	20,4	100,0	
Missing	999	3	1,4		
	System	165	78,2		
	Total	168	79,6		
Total		211	100,0		

Felvásárlások száma

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	11	5,2	44,0	44,0
	1	2	,9	8,0	52,0
	2	3	1,4	12,0	64,0
	3	2	,9	8,0	72,0
	5	1	,5	4,0	76,0
	8	1	,5	4,0	80,0
	10	1	,5	4,0	84,0
	15	1	,5	4,0	88,0
	50	1	,5	4,0	92,0
	250	2	,9	8,0	100,0
	Total	25	11,8	100,0	
Missing	888	3	1,4		
	999	18	8,5		
	System	165	78,2		
	Total	186	88,2		
Total		211	100,0		

Versenytársak voltak-e

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	33	15,6	75,0	75,0
	2	7	3,3	15,9	90,9
	3	1	,5	2,3	93,2
	4	2	,9	4,5	97,7
	5	1	,5	2,3	100,0
	Total	44	20,9	100,0	
Missing	888	1	,5		
	999	1	,5		
	System	165	78,2		
	Total	167	79,1		
Total		211	100,0		

Felvásárolt cég innovativitása

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	-2	19	9,0	43,2	43,2
	-1	15	7,1	34,1	77,3
	0	9	4,3	20,5	97,7
	1	1	,5	2,3	100,0
	Total	44	20,9	100,0	
Missing	888	1	,5		
	999	1	,5		
	System	165	78,2		
	Total	167	79,1		
Total		211	100,0		

Felvásárolt cég pénzügyi ef.

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	-2	31	14,7	70,5	70,5
	-1	12	5,7	27,3	97,7
	0	1	,5	2,3	100,0
	Total	44	20,9	100,0	
Missing	888	1	,5		
	999	1	,5		
	System	165	78,2		
	Total	167	79,1		
Total		211	100,0		

Felvásárolt cég vezetési képességek

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	-2	4	1,9	9,1	9,1
	-1	16	7,6	36,4	45,5
	0	20	9,5	45,5	90,9
	1	4	1,9	9,1	100,0
	Total	44	20,9	100,0	
Missing	888	1	,5		
	999	1	,5		
	System	165	78,2		
	Total	167	79,1		
Total		211	100,0		

A működés irányításáig eltelt idő

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	2	2	,9	5,9	5,9
	3	1	,5	2,9	8,8
	4	6	2,8	17,6	26,5
	5	13	6,2	38,2	64,7
	6	7	3,3	20,6	85,3
	7	5	2,4	14,7	100,0
	Total	34	16,1	100,0	
Missing	888	2	,9		
	999	10	4,7		
	System	165	78,2		
	Total	177	83,9		
Total		211	100,0		

Pénzügyi ef. transzfer a célvállalatba

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	1	2	,9	4,4	4,4
	2	3	1,4	6,7	11,1
	3	6	2,8	13,3	24,4
	4	11	5,2	24,4	48,9
	5	23	10,9	51,1	100,0
	Total	45	21,3	100,0	
Missing	888	1	,5		
	System	165	78,2		
	Total	166	78,7		
Total		211	100,0		

Bevételek növekedése

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	-2	1	,5	2,2	2,2
	-1	1	,5	2,2	4,4
	0	2	,9	4,4	8,9
	1	7	3,3	15,6	24,4
	2	8	3,8	17,8	42,2
	3	26	12,3	57,8	100,0
	Total	45	21,3	100,0	
Missing	888	1	,5		
	System	165	78,2		
	Total	166	78,7		
Total		211	100,0		

Hazai piaci részesedés változása

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	-3	1	,5	2,2	2,2
	-2	1	,5	2,2	4,4
	-1	2	,9	4,4	8,9
	0	13	6,2	28,9	37,8
	1	8	3,8	17,8	55,6
	2	13	6,2	28,9	84,4
	3	7	3,3	15,6	100,0
	Total	45	21,3	100,0	
Missing	888	1	,5		
	System	165	78,2		
	Total	166	78,7		
Total		211	100,0		

Kereszt táblák

Felvásárolt cég innovativitása * Innováció transzfer a célvállalatba Crosstabulation

Count		Innováció transzfer a célvállalatba					Total
		1	2	3	4	5	
Felvásárolt cég innovativitása	-2	3	3	3	8	2	19
	-1		1	4	7	3	15
	0			5	2	2	9
	1					1	1
Total		3	4	12	17	8	44

Felvásárolt cég innovativitása * Pénzügyi ef. transzfer a célvállalatba Crosstabulation

Count

		Pénzügyi ef. transzfer a célvállalatba					Total
		1	2	3	4	5	
Felvásárolt cég innovativitása	-2	2	1	1	4	11	19
	-1			1	5	9	15
	0		1	4	1	3	9
	1				1		1
Total		2	2	6	11	23	44

Felvásárolt cég termelési eljárásai * Márkanevek megosztása a felvásárolt céggel Crosstabulation

Count

		Márkanevek megosztása a felvásárolt céggel					Total
		1	2	3	4	5	
Felvásárolt cég termelési eljárásai	-2	5			2	2	9
	-1	9	2	2	1	5	19
	0	3	1	3	2	3	12
	1		1			1	2
Total		17	4	5	5	11	42

Felvásárolt cég pénzügyi ef. * Pénzügyi ef. transzfer a célvállalatba Crosstabulation

Count

		Pénzügyi ef. transzfer a célvállalatba					Total
		1	2	3	4	5	
Felvásárolt cég pénzügyi ef.	-2	2	1	4	6	18	31
	-1		1	2	5	4	12
	0					1	1
Total		2	2	6	11	23	44

Felvásárolt cég vezetési képességek * Vezetési képesség transzfer a célvállalatba Crosstabulation

Count

		Vezetési képesség transzfer a célvállalatba					Total
		1	2	3	4	5	
Felvásárolt cég vezetési képességek	-2			1	2	1	4
	-1	1		5	8	2	16
	0		2	7	5	6	20
	1	1	1	2			4
Total		2	3	15	15	9	44

Felvásárolt cég vezetési képességek * Vezetési képességek transfere az anyacégbe
Crosstabulation

Count

		Vezetési képességek transfere az anyacégbe					Total
		1	2	3	4	5	
Felvásárolt cég vezetési képességek	-2	3		1			4
	-1	8	3	2	2	1	16
	0	3	4	5	8		20
	1	1		1	1		3
Total		15	7	9	11	1	43

Főkomponens elemzés

Communalities

	Initial	Extraction
Termelékenység változása	1,000	,701
Jövedelmezőség változása	1,000	,509
Bevételek növekedése	1,000	,660
Hazai piaci részesedés változása	1,000	,210
Új termékek fejlesztésnek változása	1,000	,580

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2,660	53,206	53,206	2,660	53,206	53,206
2	,893	17,854	71,060			
3	,667	13,348	84,408			
4	,446	8,929	93,337			
5	,333	6,663	100,000			

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Component Matrix ^a

	Component
	1
Termelékenység változása	,837
Jövedelmezőség változása	,714
Bevételek növekedése	,813
Hazai piaci részesedés változása	,458
Új termékek fejlesztésnek változása	,762

Extraction Method: Principal Component Analysis.

a. 1 components extracted.

Communalities

	Initial	Extraction
Termékskála hasonlósága	1,000	,799
Technológia hasonlósága	1,000	,618
Földrajzi piacok hasonlósága	1,000	,483
Vevőkör hasonlósága	1,000	,707
Versenytársak voltak-e	1,000	,267

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2,874	57,475	57,475	2,874	57,475	57,475
2	,891	17,811	75,286			
3	,700	14,009	89,295			
4	,337	6,731	96,025			
5	,199	3,975	100,000			

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Component Matrix ^a

	Component
	1
Termékskála hasonlósága	,894
Technológia hasonlósága	,786
Földrajzi piacok hasonlósága	,695
Vevőkör hasonlósága	,841
Versenytársak voltak-e	,517

Extraction Method: Principal Component Analysis.

a. 1 components extracted.

Korrelációk

Correlations

		Felvásárlás éve	Privatizációs ügynökség befolyása	Termelékenység változása	Jövedelmezőség változása	Új termékek fejlesztésének változása
Felvásárlás éve	Pearson Correlation	1,000	-,457**	-,589**	-,427**	-,445**
	Sig. (2-tailed)	,	,003	,000	,005	,003
	N	43	40	40	41	42
Privatizációs ügynökség befolyása	Pearson Correlation	-,457**	1,000	,321*	,188	,325*
	Sig. (2-tailed)	,003	,	,041	,233	,033
	N	40	43	41	42	43
Termelékenység változása	Pearson Correlation	-,589**	,321*	1,000	,506**	,583**
	Sig. (2-tailed)	,000	,041	,	,001	,000
	N	40	41	43	42	43
Jövedelmezőség változása	Pearson Correlation	-,427**	,188	,506**	1,000	,328*
	Sig. (2-tailed)	,005	,233	,001	,	,030
	N	41	42	42	44	44
Új termékek fejlesztésének változása	Pearson Correlation	-,445**	,325*	,583**	,328*	1,000
	Sig. (2-tailed)	,003	,033	,000	,030	,
	N	42	43	43	44	45

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Correlations

		Termékskála hasonlósága	Technológia hasonlósága	Földrajzi piacok hasonlósága	Vevőkör hasonlósága
Termékskála hasonlósága	Pearson Correlation	1,000	,755**	,510**	,658**
	Sig. (2-tailed)	,	,000	,000	,000
	N	44	44	44	44
Technológia hasonlósága	Pearson Correlation	,755**	1,000	,328*	,475**
	Sig. (2-tailed)	,000	,	,030	,001
	N	44	44	44	44
Földrajzi piacok hasonlósága	Pearson Correlation	,510**	,328*	1,000	,612**
	Sig. (2-tailed)	,000	,030	,	,000
	N	44	44	44	44
Vevőkör hasonlósága	Pearson Correlation	,658**	,475**	,612**	1,000
	Sig. (2-tailed)	,000	,001	,000	,
	N	44	44	44	44

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Correlations

		Felvásárolt cég innovativitása	Felvásárolt cég termelési eljárásai	Felvásárolt cég vevők ef.	Felvásárolt cég termékeinek integrálása ért.hál.ba	Márkanevek megosztása a felvásárolt céggel	Innováció transzfer az anyagcégbe	Termelés know-how transzfer az anyagcégbe
Felvásárolt cég innovativitása	Pearson Correlation	1,000	,580**	,067	,066	,156	,424**	,350*
	Sig. (2-tailed)		,000	,668	,668	,317	,005	,021
	N	44	42	44	44	43	43	43
Felvásárolt cég termelési eljárásai	Pearson Correlation	,580**	1,000	,138	-,024	,154	,440**	,501*
	Sig. (2-tailed)	,000		,382	,882	,330	,004	,001
	N	42	42	42	42	42	41	41
Felvásárolt cég vevők ef.	Pearson Correlation	,067	,138	1,000	-,087	,262	,031	,025
	Sig. (2-tailed)	,668	,382		,575	,089	,842	,876
	N	44	42	44	44	43	43	43
Felvásárolt cég termékeinek integrálása ért.hál.ba	Pearson Correlation	,066	-,024	-,087	1,000	,440**	,060	,335*
	Sig. (2-tailed)	,668	,882	,575		,003	,699	,026
	N	44	42	44	45	44	44	44
Márkanevek megosztása a felvásárolt céggel	Pearson Correlation	,156	,154	,262	,440**	1,000	,081	,020
	Sig. (2-tailed)	,317	,330	,089	,003		,605	,897
	N	43	42	43	44	44	43	43
Innováció transzfer az anyagcégbe	Pearson Correlation	,424**	,440**	,031	,060	,081	1,000	,688**
	Sig. (2-tailed)	,005	,004	,842	,699	,605		,000
	N	43	41	43	44	43	44	44
Termelés know-how transzfer az anyagcégbe	Pearson Correlation	,350*	,501**	,025	,335*	,020	,688**	1,000
	Sig. (2-tailed)	,021	,001	,876	,026	,897	,000	
	N	43	41	43	44	43	44	44

**Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

*Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Correlations

		Technológia hasonlósága	Termékskála hasonlósága	Vezetési képességek transzfere az anyacégbe	Pénzügyi ef. transzfer a célvállalatba
Technológia hasonlósága	Pearson Correlation	1,000	,755**	,325*	-,246
	Sig. (2-tailed)	,	,000	,033	,107
	N	44	44	43	44
Termékskála hasonlósága	Pearson Correlation	,755**	1,000	,262	-,309*
	Sig. (2-tailed)	,000	,	,089	,042
	N	44	44	43	44
Vezetési képességek transzfere az anyacégbe	Pearson Correlation	,325*	,262	1,000	-,097
	Sig. (2-tailed)	,033	,089	,	,529
	N	43	43	44	44
Pénzügyi ef. transzfer a célvállalatba	Pearson Correlation	-,246	-,309*	-,097	1,000
	Sig. (2-tailed)	,107	,042	,529	,
	N	44	44	44	45

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Correlations

		Hasonlóság főkomponense	Teljesítmény főkomponens	Teljesítmény piaci részesedés nélkül
Hasonlóság főkomponense	Pearson Correlation	1,000	,147	,155
	Sig. (2-tailed)	,	,358	,332
	N	44	41	41
Teljesítmény főkomponens	Pearson Correlation	,147	1,000	,986**
	Sig. (2-tailed)	,358	,	,000
	N	41	42	42
Teljesítmény piaci részesedés nélkül	Pearson Correlation	,155	,986**	1,000
	Sig. (2-tailed)	,332	,000	,
	N	41	42	42

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Correlations

		Teljesítmény főkomponens	Teljesítmény piaci részesedés nélkül	A működés irányításáig eltelt idő	Felvásárlások száma
Teljesítmény főkomponens	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	1,000 , 42	,986** ,000 42	,163 ,373 32	-,567** ,006 22
Teljesítmény piaci részesedés nélkül	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	,986** ,000 42	1,000 , 42	,151 ,410 32	-,565** ,006 22
A működés irányításáig eltelt idő	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	,163 ,373 32	,151 ,410 32	1,000 , 34	-,101 ,662 21
Felvásárlások száma	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	-,567** ,006 22	-,565** ,006 22	-,101 ,662 21	1,000 , 25

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Correlations

		Innováció transzfer az anyacégbe	Termelés know-how transzfer az anyacégbe	Értékesítési hálózat az anyacégbe	Márkanév transzfer az anyacégbe	Pénzügyi ef. transzfer az anyacégbe	Vezetési képessegek transzfere az anyacégbe	Hasonlóság főkomponense
Innováció transzfer az anyacégbe	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	1,000 , 44	,688** ,000 44	,379* ,011 44	,328* ,030 44	,437** ,003 43	,594** ,000 44	,201 ,197 43
Termelés know-how transzfer az anyacégbe	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	,688** ,000 44	1,000 , 44	,266 ,081 44	,143 ,356 44	,395** ,009 43	,522** ,000 44	,102 ,516 43
Értékesítési hálózat az anyacégbe	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	,379* ,011 44	,266 ,081 44	1,000 , 44	,648** ,000 44	,299 ,051 43	,330* ,029 44	,335* ,028 43
Márkanév transzfer az anyacégbe	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	,328* ,030 44	,143 ,356 44	,648** ,000 44	1,000 , 44	,541** ,000 43	,411** ,006 44	,177 ,255 43
Pénzügyi ef. transzfer az anyacégbe	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	,437** ,003 43	,395** ,009 43	,299 ,051 43	,541** ,000 43	1,000 , 43	,356* ,019 43	-,075 ,637 42
Vezetési képességek transzfere az anyacégbe	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	,594** ,000 44	,522** ,000 44	,330* ,029 44	,411** ,006 44	,356* ,019 43	1,000 , 44	,210 ,176 43
Hasonlóság főkomponense	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	,201 ,197 43	,102 ,516 43	,335* ,028 43	,177 ,255 43	-,075 ,637 42	,210 ,176 43	1,000 , 44

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Correlations

		Hasonlós ág főkompon ense	Innováció transzfer a célvállalatb a	Termelési know-how transzfer a célvállalatb a	Felvásárolt cég termékeinek integrálása ért.hál.ba	Márkanev ek megosztá sa a felvásárol t céggel	Pénzügyi ef. transzfer a célvállalatb a	Vezetési képesség transzfer a célvállalatb a
Hasonlóság főkomponense	Pearson Correlation	1,000	,060	-,005	,167	,267	-,214	,032
	Sig. (2-tailed)		,699	,974	,279	,084	,164	,838
	N	44	44	44	44	43	44	44
Innováció transzfer a célvállalatba	Pearson Correlation	,060	1,000	,760**	,210	,257	,275	,434*
	Sig. (2-tailed)	,699		,000	,166	,092	,068	,003
	N	44	45	45	45	44	45	45
Termelési know-how transzfer a célvállalatb	Pearson Correlation	-,005	,760**	1,000	,282	,261	,411**	,412**
	Sig. (2-tailed)	,974	,000		,060	,086	,005	,005
	N	44	45	45	45	44	45	45
Felvásárolt cég termékeinek integrálása ért.hál.ba	Pearson Correlation	,167	,210	,282	1,000	,440**	,099	,123
	Sig. (2-tailed)	,279	,166	,060		,003	,516	,421
	N	44	45	45	45	44	45	45
Márkanevek megosztá a felvásárolt céggel	Pearson Correlation	,267	,257	,261	,440**	1,000	,155	,182
	Sig. (2-tailed)	,084	,092	,086	,003		,316	,238
	N	43	44	44	44	44	44	44
Pénzügyi ef. transzfer célvállalatba	Pearson Correlation	-,214	,275	,411**	,099	,155	1,000	,392**
	Sig. (2-tailed)	,164	,068	,005	,516	,316		,008
	N	44	45	45	45	44	45	45
Vezetési képesség transzfer a célvállalatb	Pearson Correlation	,032	,434**	,412**	,123	,182	,392**	1,000
	Sig. (2-tailed)	,838	,003	,005	,421	,238	,008	
	N	44	45	45	45	44	45	45

** .Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Correlations

		Termék enység változása	Jövedelm ezőség változása	Bevételek növekedé se	Új termékek fejlesztés ésnek változása
Termelékenység változása	Pearson Correlation	1,000	,506**	,638**	,583**
	Sig. (2-tailed)		,001	,000	,000
	N	43	42	43	43
Jövedelmezőség változása	Pearson Correlation	,506**	1,000	,460**	,323*
	Sig. (2-tailed)	,001		,002	,030
	N	42	44	44	44
Bevételek növekedése	Pearson Correlation	,638**	,460**	1,000	,507**
	Sig. (2-tailed)	,000	,002		,000
	N	43	44	45	45
Új termékek fejlesztésnek változása	Pearson Correlation	,583**	,328*	,507**	1,000
	Sig. (2-tailed)	,000	,030	,000	
	N	43	44	45	45

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Irodalomjegyzék

Aaker, David A. (1984): How to select a business strategy. California Management Review 26(3), Spring, pp. 167-175.

Aaker, David A. (1989): Managing assets and skills: the key to sustainable competitive advantage. California Management Review 31(2), Winter, pp. 91-106.

A Magyar Gazdaság 2003/2., Gazdasági és Közlekedési Minisztérium, 2003. szeptember

Amihud, Yakov – Lev, Baruch (1981): Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. The Bell Journal of Economics, 12(2), pp. 605-617.

Amit, Raphael - Schoemaker, Paul J. H. (1993): Strategic assets and organizational rent. Strategic Management Journal 14(1), pp. 33-46.

Anslinger, Patricia L. – Copeland, Thomas E. (1996): Growth through acquisitions: A fresh look. Harvard Business Review, January-February 1996, pp. 126-135.

Ansoff, Igor H. (1965): Corporate strategy. An analytic approach to business policy for growth and expansion. McGraw-Hill, New York

Antal-Mokos Zoltán (1995): Privatisation and firm behaviour in national transformation: the case of Hungary. Ph.D. disszertáció, London Bussiness School, University of London

Antal-Mokos Zoltán (1998): Privatisation, politics, and economic performance in Hungary. Cambridge University Press, Cambridge

Antal-Mokos Zoltán – Balaton Károly – Drótos György – Tari Ernő (1999): Stratégia és szervezet. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest

Antal-Mokos Zoltán – Kovács Péter (1998): Magyar vállalati stratégiák az 1990-es évek első felében – taxonómia. Vezetéstudomány, XXIX. évf. 2. szám, pp. 23-34.

Antal-Mokos Zoltán – Tóth Krisztina (2001): Vállalati stratégiák a 1990-es években Magyarországon. Vezetéstudomány, XXXII.évf. 1.szám

Anyanyelvi Könyvespolc CD-Rom

Argyris, Chris (1977): Double Loop Learning in Organizations. Harvard Business Review, September-October 1977.

Auerbach, Alan J. (ed.) (1988): Corporate takeovers: Causes and consequences. The University of Chicago Press

-
- Babbie, Earl (1995): A társadalomtudományi kutatás gyakorlata. Balassi Kiadó, Budapest
- Bakacsi Gyula (1996): Szervezeti magatartás és vezetés. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
- Bakos Ferenc (1994): Idegen szavak és kifejezések szótára. Akadémiai Könyvkiadó, Budapest
- Balaton Károly (1994) Vállalati stratégiai magatartás az átmenet időszakában (1990-1994). Vezetéstudomány, No. 9., 8-18. old.
- Bamberger, Burkhard (1994): Der Erfolg von Unternehmensaquisitionen in Deutschland: Eine theoretische und empirische Untersuchung. Verlag Josef Eul, Bergisch Gladbach, Köln
- Barakonyi Károly (1999): Stratégiai tervezés. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest
- Barakonyi Károly (2000): Stratégiai menedzsment. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest
- Barkema, Harry G. – Bell, John H. J. – Pennings, Johannes M. (1996): Foreign entry, cultural barriers, and learning. Strategic Management Journal, 17(2), pp. 151-166.
- Barkema, Harry G. – Vermeulen, Freek (1998): International expansion through start-up or acquisition: A learning perspective. Academy of Management Journal 41(1), pp. 7-26.
- Barney, Jay B. (1986): Organizational culture: Can it be a source of sustained competitive advantage? Academy of Management Journal 11(3), pp. 656-665.
- Barney, Jay B. (1988): Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: Reconsidering the relatedness hypothesis. Strategic Management Journal 9, pp. 71-78.
- Barney, Jay B. (1991): Firm resources and sustained competitive advantage. Journal of Management 17(1), pp. 99-120.
- Barney, Jay B. (1995): Looking inside for competitive advantage. Academy of Management Executive, 9(4), pp. 49-61.
- Bauer András – Berács József (1991): Marketing. Aula Kiadó, Budapest
- Bayer József – Czákó Erzsébet (1999): A stratégiai vezetés sajátosságai a globalizáció közepette. Vezetéstudomány, XXX. évf. 2. szám, pp. 14-24.
- Bell, Judith (1993): Doing your research project: A guide for first-time researchers in education and social sciences. Open University Press, Buckingham, 2nd edition

Berg, Bruce L. (1998): *Qualitative Research Methods For the Social Sciences*. Allyn & Bacon, Boston, Third Edition (First Edition in 1989)

Bertalanffy, Ludwig von (1969): Az általános rendszerelmélet problémái. In: Kindler József – Kiss István (szerk.) (1969): *Rendszerelmélet – Válogatott tanulmányok*. KJK, Budapest

Besanko, David – Dranove, David – Shanley, Mark (1996): *Economics of strategy*. John Wiley & Sons, New York

Bettis, Richard A. (1981): Performance differences in related and unrelated diversified firms. *Strategic Management Journal* 2(4), pp. 379-393.

Bettis, Richard A. - Prahalad, C. K. (1995): The dominant logic: Retrospective and extension. *Strategic Management Journal* 16(1), pp. 5-14.

Black, Janice A. - Boal, Kimberly B. (1994): Strategic resources: traits, configurations and paths to sustainable competitive advantage. *Strategic Management Journal* 15(Summer Special Issue), pp. 131-148.

Blake, Robert R. – Mouton, Jane Srygley (1985): How to achieve integration on the human side of the merger. *Organizational Dynamics*, Winter 1985, pp. 41-56.

Blum, Stephen B. (1995): Combine & conquer. *Journal of Business Strategy*, November/December 1995, pp. 26-28.

Bokor Attila (2000): Szervezeti kultúra és tudásintegráció: A termékfejlesztés problémája. Ph.D. disszertáció, BKÁE, Budapest, kézirat

Bouma, Gary D. – Atkinson, G. B. J. (1995): *A handbook of social science research*. Oxford University Press, Oxford, 2nd edition

Bower, Joseph L. (2001): Not all M&As are alike – and that matters. *Harvard Business Review*, March 2001, pp. 93-101.

Bógel György (1999): *Nyereségközpont, üzletág, divízió*. Kossuth Kiadó, Budapest

Bradley, Michael (1980): Interfirm tender offers and the market for corporate control. *Journal of Business* 53(4), pp. 345-376.

Bradley, Michael - Desai, Anand - Kim, E. Han (1983): The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy? *Journal of Financial Economics* 11, pp. 183-206.

Bradley, Michael - Desai, Anand - Kim, E. Han (1988): Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics* 21, pp. 3-40.

Brealey, Richard A. – Myers, Stewart C. (1998): Modern vállalati pénzügyek. PANEM - McGraw-Hill, Budapest

Brouthers, Keith D – Brouthers, Lance Eliot (2000): Acquisition or greenfield start-up? Institutional, cultural and transaction cost influences. *Strategic Management Journal*, 21, pp. 89-97.

Bryman, Alan – Burgess, Robert G. (szerk) (1994): *Analyzing qualitative data*. Routledge, London

Buono, A.F. - Bowditch, J.L. (1989): *The Human Side of Mergers and Acquisitions - Managing Collisions Between People, Cultures and Organizations*. Jossey - Bass Publishers, San Fransisco, London

Buzády Zoltán (2000): *Stratégiai szövetségek Magyarországon*. Ph.D. disszertáció, BKÁE, Budapest, kézirat

Bühner, Rolf – Dobák Miklós – Tari Ernő (2002): *Vállalatcsoportok: Konzern szervezetek, holding struktúrák*. Aula Kiadó, Budapest

Campbell, Andrew - Goold, Michael - Alexander, Marcus (1995): The value of the parent company. *California Management Review* 38(1), Fall, pp. 79-97.

Capron, Laurence (1999): The long-term performance of horizontal acquisitions. *Strategic Management Journal* 20, pp. 987-1018.

Capron, Laurence – Hullan, John (1999): Redeployment of brands, sales forces, and general marketing management expertise following horizontal acquisitions: A resource-based view. *Journal of Marketing* 63(April 1999), pp. 41-54.

Capron, Laurence – Mitchell, Will (1998): Bilateral resource redeployment and capabilities improvement following horizontal acquisitions. *Industrial and Corporate Change* 7(3), pp. 453-484.

Capron, Laurence – Mitchell, Will (1998): The role of acquisitions in reshaping business capabilities in the international telecommunications industry. *Industrial and Corporate Change* 7(4), pp. 715-730.

Capron, Laurence – Dussauge, Pierre – Mitchell, Will (1998): Resource redeployment following horizontal acquisitions in Europe and North America, 1988-1992. *Strategic Management Journal* 19, pp. 631-661.

Capron, Laurence – Mitchell, Will – Oxley, Joanne (1999): *Recreating the company: Four contexts for change*. *Financial Times*, 1999. november 29., *Mastering Strategy* melléklet

Carey, Dennis (2000): A CEO roundtable on making mergers succeed. *Harvard Business Review*, May-June 2000, pp. 145-154.

Cartwright, Susan - Cooper, Cary L. (1992): Mergers and acquisitions: The human factor. Butterworth-Heinemann, Oxford

Cartwright, Susan - Cooper, Cary L. (2000): HR know-how in mergers and acquisitions. Chartered Institute of Personnel and Development, London

Caves, Richard E. – Mehra, Sanjeev K. (1986): Entry of foreign multinationals into U.S. manufacturing industries. In: Porter, Michael E. (szerk.) (1986): Competition in global industries. Harvard Business School Press, Boston

Chandler, Alfred D. (1962): Strategy and structure: Chapters in the history of the American industrial enterprise. MIT Press, Cambridge, MA

Chatterjee, Sayan (1986): Types of synergy and economic value: The impact of acquisition on merging and rival firms. Strategic Management Journal 7(2), pp. 119-139.

Chatterjee, Sayan – Singh, Jagdip (1999): Are tradeoffs inherent in diversification waves? A simultaneous model for type of diversification and mode of expansion decisions. Management Science, 45(1), pp. 25-41.

Chatterjee, Sayan - Wernerfelt, Birger (1991): The link between resources and type of diversification: theory and evidence. Strategic Management Journal 12(1), pp. 33-48.

Chaudhuri, Saikat – Tabrizi, Benham (1999): Capturing the real value in high-tech acquisitions. Harvard Business Review, September-October 1999, pp. 123-130.

Chikán Attila (1992): Vállalatgazdaságtan. Aula Kiadó, Budapest

Chikán Attila – Czakó Erzsébet – Zoltayné Paprika Zita (szerk.) (2002): National competitiveness in global economy: The case of Hungary. Akadémiai Kiadó, Budapest

Child, John – Czeglédy, Andre P. (1996): Managerial learning in the transformation of Eastern Europe: Some key issues. Organization Studies, 17(2), pp. 167-179.

Child, John – Faulkner, David (1998): Strategies of co-operation: Managing alliances, networks and joint ventures. Oxford University Press, Oxford

Child, John – Pitkethly, Robert – Faulkner, David (1999): Changes in management practice and the post-acquisition performance achieved by direct investors in the UK. British Journal of Management, Vol. 10., pp. 185-198.

Christensen, H. Kurt - Montgomery, Cynthia A. (1981): Corporate economic performance: Diversification strategy versus market structure. Strategic Management Journal 2(4), pp. 327-343.

Collis, David J. (1994): Research note: How valuable are organizational capabilities? *Strategic Management Journal* 15, pp. 143-152.

Collis, D.J. - Montgomery, C.A. (1995): Competing on Resources: Strategy in the 1990s. *Harvard Business Review*, July-August 1995, pp. 118-128.

Collis, David J. - Montgomery, Cynthia A. (1997): *Corporate Strategy: Resources and the Scope of the Firm*. Irwin Book Team (McGraw-Hill), Chicago

Collis, David J. – Montgomery, Cynthia A. (1998): Creating corporate advantage. *Harvard Business Review*, May-June 1998, pp. 71-83.

Conner, Kathleen R. (1996): A historical comparison of resource-based theory and five schools of thought within industrial organization economics: Do we have a new theory of the firm? *Journal of Management* 17(1), pp. 121-154.

Copeland, Tom – Coller, Tim – Murrin, Jack (1999): *Vállalatértékelés: Értékmérés és az értékmaximalizáló vállalatvezetés*. Panem, Budapest

Creswell, John W. (1994): *Research design: Qualitative and quantitative approaches*. Sage Publications, Thousand Oaks

Cyr, Dianne J. (1997): Culture and control: The tale of East-West joint ventures. *Management International Review*, 37(Special Issue), pp. 127-144.

Czakó Erzsébet (1998): Globális iparágaink versenyképessége. *Vezetéstudomány*, 29(1), pp. 11-20.

Danis, Wade M. – Parkhe, Arvind (2002): Hungarian-Western partnerships: A grounded theoretical model of integration processes and outcomes. *Journal of International Business Studies*, 33(3), pp. 423-455.

Datta, Deepak K. (1991): Organizational fit and acquisition performance: effects of post-acquisition integration. *Strategic Management Journal* 12(4), pp. 281-297.

Datta, Deepak K. - Pinches, George E. - Narayanan, V. K. (1992): Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis. *Strategic Management Journal* 13(1), pp. 67-84.

Davis, Richard E. (1968): Compatibility of corporate marriages. *Harvard Business Review* 46(4), pp. 86-93.

Davis, Rachel – Thomas, L.G. (1993): Direct estimation of synergy: A new approach to the diversity-performance debate. *Management Science*, 39(11), pp. 1334-1346.

De Castro, Julio O. – Uhlenbruck, Klaus (1997): Characteristics of privatization: Evidence from developed, less-developed, and former communist countries. *Journal of International Business Studies*, 28(1), pp. 123-143.

Demeter Krisztina (szerk.) (1993): Termelésmenedzsment. BKE Vállalatgazdaságtan Tanszék

Dierickx, Ingemar - Cool, Karel (1989): Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage. *Management Science* 35(12), pp. 1504-1511.

Dobák Miklós (1996): Szervezeti formák és vezetés. KJK, Budapest

Downey, H. Kirk – Ireland, R. Duane (1979): Quantitative versus qualitative: Environmental assessment in organizational studies. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 24. Iss. 4., pp. 630-645.

Drucker, Peter F. (1960): The concept of the corporation. Beacon Press, Boston

Eccles, Robert G. – Lanes, Kersten L. – Wilson, Thomas C. (1999): Are you paying too much for that acquisition? *Harvard Business Review*, July-August 1999, pp. 136-146.

Eisenhardt, Kathleen M. (1989): Building theories from case study research. *Academy of Management Review*, Vol. 14. No. 4., pp. 532-550.

Eisenhardt, Kathleen M. (1999): Strategy as strategic decision making. *Sloan Management Review*, Spring 1999, pp. 65-126.

Eisenhardt, Kathleen M., - Galunic, D. Charles (2000): Coevolving: At last a way to make synergies work. *Harvard Business Review*, January-February 2000, pp. 91-101.

Eisenhardt, Kathleen M. – Martin, Jeffrey A. (2000): Dynamic capabilities: What are they? *Strategic Management Journal*, Vol. 21., pp. 1105-1121.

Fama, Eugene F. - Jensen, Michael C. (1983a): Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26(2), pp. 301-325.

Fama, Eugene F. - Jensen, Michael C. (1983b): Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics* 26(2), pp. 327-349.

Farjoun, Moshe (1994): Beyond industry boundaries: Human expertise, diversification and resource-related industry groups. *Organization Science*, 5(2), pp. 185-199.

Fayol, Henry (1984): Ipari és általános vezetés. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest

Feldman, Mark L. – Spratt, Michael F. (1999): Five frogs on a log: A CEO's field guide to accelerating the transition in mergers, acquisitions, and gut wrenching change. John Wiley & Sons, Chichester

Figyelő, 2002. május 28.: Bizalmi válságban a vállalatirányítás – Amerikai csúfság.

Firth, Michael A. (1980): Takeovers, shareholder returns, and the theory of the firm. *The Quarterly Journal of Economics* 94(2), pp. 235-260.

Fortune, 1985. December 9., 112. old, Two plus two doesn't equal five.

Füstös László – Meszéna György – Simonné Mosolygó Nóra (1986): A sokváltozós adatelemzés statisztikai módszerei. Akadémiai Kiadó, Budapest

Gaughan, Patrick A. (1994): Introduction: The fourth merger wave and beyond. In: Gaughan, Patrick A. (ed.) (1994): *Readings in mergers and acquisitions*. Blackwell Publishers

Gaughan, Patrick A. (1996): *Mergers, acquisitions, and corporate restructuring*. John Wiley & Sons, New York

Ghemawat, Pankaj – del Sol, Patricio (1998): Commitment versus flexibility? *California Management Review* 40(4), pp. 26-42.

Ghemawat, Pankaj – Ghadar, Fariborz (2000): The dubious logic of global megamergers. *Harvard Business Review*, July-August 2000, pp. 65-72.

Ghoshal, Sumantra – Bartlett, Christopher A. – Moran, Peter (1999): A new manifesto for management. *Sloan Management Review*, 40(3), pp. 9-20.

GKI Gazdaságkutató Rt. – Ernst & Young (2001): A felvásárlások és összeolvadások (M&A ügyletek) alakulása Magyarországon. Okok és következmények. GKI Gazdaságkutató Rt. tanulmány, Budapest (szerk.: Vértes András)

Glaser, B.G. – Strauss, A.L. (1967): *The discovery of grounded theory: Strategies for qualitative research*. Aldine de Gruyter, New York

Glick, William H. – Huber, George P. – Miller, C. Chet – Doty, D. Harold – Sutcliffe, Kathleen M. (1990): Studying changes in organizational design and effectiveness: Retrospective event histories and periodic assessments. *Organization Science*, Vol. 1. No. 3., pp. 293-312.

Goold, Michael - Campbell, Andrew - Alexander, Marcus (1994): *Corporate-level strategy: Creating value in the multibusiness company*. John Wiley & Sons, Inc.

Goold, Michael - Campbell, Andrew (1998): Desperately seeking synergy. *Harvard Business Review* 76(5), pp. 131-143.

Goold, Michael - Luchs, Kathleen (1993): Why diversify? Four decades of management thinking. *Academy of Management Executive* 7(3), pp. 7-25.

Grant, Robert M. (1988): On 'dominant logic', relatedness and the link between diversity and performance. *Strategic Management Journal* 9(6), pp. 639-642.

Grant, Robert M. (1991): The Resource-Based Theory of Competitive Advantage: Implications for Strategy Formulation. *California Management Review*, Spring 1991

Grant, Robert M. (1996): Toward a knowledge-based theory of the firm. *Strategic Management Journal*, Vol. 17. (Winter Special Issue), pp. 109-122.

Grant, Robert M. (1998): *Contemporary Strategy Analysis: Concepts, Techniques, Applications*. Third Edition, Blackwell Publishers Inc., Oxford

Guba, Egon G. – Lincoln, Yvonna S. (1998): Competing paradigms in qualitative research. In: Denzin, Norman K. – Lincoln, Yvonna S. (szerk.) (1998): *The landscape of qualitative research: Theories and issues*. Sage Publications, Thousand Oaks

Gut-Villa, Cornelia (1997): *Human Resource Management bei Mergers & Acquisitions*. Verlag Paul Haupt, Bern, Stuttgart, Wien

Hahn, Arnold C. – Rice, Michael C. (1988): Identifying M&A candidates: A strategic framework. *Bank Administration*, September 1988, pp. 56-58.

Hall, Ernest H. Jr. – St. John, Caron H. (1994): A methodological note on diversity measurement. *Strategic Management Journal* 15(2), pp. 153-168.

Hall, Richard (1993): A framework linking intangible resources and capabilities to sustainable competitive advantage. *Strategic Management Journal* 14(8), pp. 607-618.

Hamel, Gary (1998): Strategy innovation and the quest for value. *Sloan Management Review*, Winter 1998, pp. 7-14.

Hansen, Gary S. - Wernerfelt, Birger (1989): Determinants of firm performance: The relative importance of economic and organizational factors. *Strategic Management Journal* 10(5), pp. 399-411.

Harrison, Jeffrey S. – Hitt, Michael A. – Hosskisson, Robert E. – Ireland, Duane R. (1991): Synergies and post-acquisition performance: Differences versus similarities in resource allocations. *Journal of Management* 17(1), pp. 173-190.

Haspeslagh, Phillip C. - Jemison, David B. (1987): *Acquisitions - Myths and reality*. *Sloan Management Review* 28(2), pp. 53-58.

Haspeslagh, P.C. - Jemison, D.B. (1991): *Managing Acquisitions - Creating Value Through Corporate Renewal*. The Free Press, New York

Healy, P. M. - Palapu, K. G. - Ruback, R. S. (1997): Which takeovers are profitable? Strategic or financial? *Sloan Management Review* 38(4), pp. 45-57.

Heidrich Balázs (1998): A szervezeti kultúra változásairól és vezetési kérdéseiről. *Vezetéstudomány*, 29(1), pp. 25-36.

Heidrich Balázs (2002): Eladó a menyasszony? Vállalati összeolvadások és felvásárlások kulturális kihívásai. *Vezetéstudomány*, 33(5), pp. 11-21.

Henderson, Rebecca - Cockburn, Ian (1994): Measuring competence? Exploring firm effects in pharmaceutical research. *Strategic Management Journal* 15(Winter Special Issue), pp. 63-84.

Hennart, Jean-Francois – Park, Young-Ryeol (1993): Greenfield vs. acquisition: The strategy of the Japanese investors in the United States. *Management Science*, 39(9), pp. 1054-1070.

Hirzel Leder & Partner (eds.) (1993): Synergiemanagement: Komplexität beherrschen - Verbundvorteile erzielen. Gabler, Wiesbaden

Hitt, Michael – Harrison, Jeffrey – Ireland, R. Duane – Best, Aleta (1998): Attributes of successful and unsuccessful acquisitions of US firms. *British Journal of Management*, Vol.9. Iss. 2., pp. 91-114.

Hitt, Michael A. – Lewitas, Edward – Arregle, Jean-Luc – Borza, Anca (2000): Partner selection in emerging and developed market contexts: Resource-based and organizational learning perspectives. *Academy of Management Journal*, 43(3), pp. 449-467.

Hodge, Ken (1998): The art of the post-deal. *Management Review*, Vol.87. No.2., pp. 17-20.

Horváth & Partner (1997): Controlling: Út egy hatékony controlling-rendszerhez. KJK, Budapest

Hoskisson, Robert E. – Eden, Lorraine – Lau, Chung Ming – Wright, Mike (2000): Strategy in emerging economies. *Academy of Management Journal*, 43(3), pp. 249-267.

Howell, Robert A. (1970): Plan to integrate your acquisition. *Harvard Business Review* 48(6), pp. 66-76.

Huber, George P. – Van de Ven, Andrew H. (szerk.) (1995): Longitudinal field research methods: studying processes of organizational change. Sage Publications, Thousand Oaks

Imre Tamás (1998): Szinergia-menedzsment mint a tartós stratégiai versenyelőny megszerzésének egyik módja. *Vezetéstudomány* 29(11), pp. 20-38.

Issekutz Béla (1951): Gyógyszertan és méregtan. Tankönyvkiadó, Budapest

Itami, H. (1987): Mobilizing Invisible Assets. Harvard University Press

Jemison, David B. - Sitkin, Sim B. (1986a): Corporate acquisitions: a process perspective. *Academy of Management Review* 11(1), pp. 145-163.

Jemison, David B. - Sitkin, Sim B. (1986b): Acquisitions: the process can be a problem. *Harvard Business Review* 64(2), pp. 107-116.

Jensen, Michael C. (1984): Takeovers: folklore and science. *Harvard Business Review* 62(6), pp. 109-121.

Jensen, Michael C. (1986): Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76, Papers and proceedings, pp. 323-329.

Jensen, Michael C. (1988): Takeovers: their causes and consequences. *Journal of Economic Perspectives* 2(1), pp. 21-48.

Jensen, Michael C. - Meckling, William H. (1976): Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360.

Jensen, Michael C. - Ruback, Richard S. (1983): The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics* 11, pp. 5-50.

Jensen, Michael C. - Warner, Jerold B. (1988): The distribution of power among corporate managers, shareholders, and directors. *Journal of Financial Economics* 20, pp. 3-24.

Johnson, A. R. – Kast, F. E. – Rosenzweig, J. E. (1969): A rendszerelmélet és vállalatvezetés. In: Kindler József – Kiss István (szerk.) (1969): Rendszerelmélet – Válogatott tanulmányok. KJK, Budapest

Johnson, Gerry – Scholes, Kevan (2002): Exploring corporate strategy: Text and cases. Prentice Hall, Harlow, 6th edition

Kapás Judit (1999a): Egy új vállalatelmélet: erőforrásalapú megközelítés – Összefoglalás és diagnózis. *Vezetéstudomány*, XXX. évf. 2. szám, 35-43. old.

Kapás Judit (1999b): A vállalat tudása. *Vezetéstudomány*, XXX. évf. 6. szám, 2-11. old.

Kéri József (1971): Az iparszervezés és -vezetés néhány elméleti és gyakorlati problémája Magyarországon a két világháború között. Kandidátusi értekezés, kézirat

Kieser, Alfred (1995): Szervezetelmélet. Aula Kiadó, Budapest

Kim, W. Chan – Mauborgne, Renée (1997): Value innovation: The strategic logic of high growth. *Harvard Business Review*, January-February 1997, pp. 103-112.

Kindler József – Kiss István (szerk.) (1969): Rendszerelmélet – Válogatott tanulmányok. KJK, Budapest

Kindler, József – Kis István – Máriás Antal (1982): A vezetés és szervezés oktatásáról. Közgazdasági Szemle, XXIX. évf. 11. szám, 1331-1343. old.

Kitching, John (1967): Why do mergers miscarry? Harvard Business Review 45(6), pp. 84-101.

Kitching, John (1974): Winning and losing with European acquisitions. Harvard Business Review 52(2), pp. 124-136.

Kopányi Mihály (1989): Mikroökonómia. Economix, Budapest

Kornai János (1980): A hiány. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest

Kotler, Philip (1991): Marketing management. Műszaki Könyvkiadó, Budapest, 4. kiadás

Kozin, Marc D. – Young, Kevin C. (1994): Using acquisitions to buy and hone core competencies. Mergers & Acquisitions, Sept/Oct. 1994, Vol. 29. Iss. 2.

Kozin, Marc D. (1998): Using shareholder value analysis for acquisitions. Shareholder Value Added Newsletter, Vol. 3., LEK/Alcar Consulting Group

Ladó László (1985): Szervezélmélet és –módszertan. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest

Lane, Peter J. – Cannella, Albert A. Jr. – Lubatkin, Michael A. (1998): Agency problems as antecedents to unrelated mergers and diversification: Amihud and Lev reconsidered. Strategic Management Journal, 19(7), pp. 555-578.

Larsson, Rikard – Finkelstein, Sydney (1999): Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization. Organization Science 10(1), pp. 1-26.

Leighton, Charles M. - Tod, Robert G. (1969): After the acquisition: continuing challenge. Harvard Business Review 47(2), pp. 90-102.

Leonard-Barton, Dorothy (1992): Core capabilities and core rigidities: A paradox in managing new product development. Strategic Management Journal, 13(Summer Special Issue), pp. 111-125.

Levinthal, Daniel A. - March, James G. (1993): The myopia of learning. Strategic Management Journal 14(Winter Special Issue), pp. 95-112.

Lubatkin, Michael (1983): Mergers and the performance of the acquiring firm. Academy of Management Review 8(2), pp. 218-225.

Lubatkin, Michael (1987): Merger strategies and stockholder value. Strategic Management Journal 8(1), pp. 39-53.

Lubatkin, Michael (1988): Value-creating mergers: Fact or folklore? *Academy of Management Executive* 2(4), pp. 295-302.

Lyles, Marjorie A. – Salk, Jane E. (1996): Knowledge acquisition from foreign parents in international joint ventures: An empirical examination in the Hungarian context. *Journal of International Business Studies*, Special Issue 1996, pp. 877-903.

Lyles, Marjorie A. – Carter, Nancy M. – Baird, Inga S. (1996): New ventures in Hungary: The impact of U.S. partners. *Management International Review*, 36(4), pp. 355-370.

Magyarország külgazdasága 2002. évkönyv, Külügyminisztérium

Mahoney, Joseph T. (1995): The management of resources and the resource of management. *Jornal of Business Research* 33(2), pp. 91-101.

Mahoney, Joseph T. – Pandian, J. Rajendran (1992): The resource-based view within the conversation of strategic management. *Strategic Management Journal* 13, pp. 363-380.

Manne, Henry G. (1965): Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy* 73(2), pp. 110-120.

Markides, Constantinos C. (1997): To diversify or not to diversify. *Harvard Business Review*, November-December 1997, pp. 93-99.

Markides, Constantinos C. - Williamson, Peter J. (1994): Related diversification, core competences and corporate performance. *Strategic Management Journal* 15(Summer Special Issue), pp. 149-165.

Markides, Constantinos C. - Williamson, Peter J. (1996): Corporate diversification and organizational structure: A resource-based view. *Academy of Management Journal* 39(2), pp. 340-367.

Markóczy Livia (1993): Managerial and organizational learning in Hungarian - Western mixed management organizations. *The International Journal of Human Resource Management*, 4:2 May 1993, pp. 277-304.

Markóczy Livia (2000): National culture and strategic change in belief formation. *Journal of International Business Studies*, 31(3), pp. 427-442.

Marks, Mitchell Lee – Mirvis, Philip H. (2000): Managing mergers, acquisitions and alliances: Creating an effective transition structure. *Organizational Dynamics*, Winter 2000, pp. 35-47.

Marosi Miklós (1978): Szervezés – ösztönzés - hatékonyság. *Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest*

Marosi Miklós (1996): A nemzetközi és a magyar vállalatfejlődés. Egyetemi jegyzet, BKE, Posztgraduális Kar, Budapest

Mason, Jennifer (1994): Linking qualitative and quantitative data. In: Bryman, Alan – Burgess, Robert G. (szerk) (1994): Analyzing qualitative data. Routledge, London

Maxwell, Joseph A. (1996): Qualitative research design: An interactive approach. Sage Publications, Thousand Oaks

McGahan, Anita M. - Porter, Michael E. (1997): How much does industry matter, really? Strategic Management Journal 18(Summer Special Issue), pp. 15-30.

Mergers and Acquisitions: Strategic acquirers: The strike force of M&A market. May/June 1995, Vol. 29. Iss. 6., pp. 11-20.

Meyer, Klaus E. – Estrin, Saul (2001): Brownfield entry in emerging markets. Journal of International Business Studies, 32(3), pp. 1-10.

Meyer, Klaus E. – Mygind, Niels – Jensen, Camilla – Ohnemus, Lars – Estrin, Saul (2001): Research proposal: Merger and acquisition strategies in Central and Eastern Europe. Center for East European Studies, Copenhagen Business School

Meyer, Klaus E. (2002): Management challenges in privatization acquisitions in transition economies. Journal of World Business, 37, pp. 266-276.

Mészáros Tamás (2002): A stratégia jövője – a jövő stratégiája. Aula Kiadó, Budapest

Miles, Matthew B. – Huberman, Michael A. (1994): Qualitative data analysis: an expanded sourcebook. Sage Publications, Thousand Oaks

Mintzberg, Henry (1987): Crafting strategy. Harvard Business Review, July-August 1987

Mintzberg, Henry (1994): The rise and fall of strategic planning. Prentice-Hall Intern, New York

Mintzberg, Henry – Ahlstrand, Bruce – Lampel, Joseph (1998): Strategy safari. Prentice Hall Europe, Hertfordshire

Montgomery, Cynthia A. (1982): The measurement of firm diversification: some new empirical evidence. Academy of Management Journal 25(2), pp. 299-307.

Montgomery, Cynthia A. (1985): Product-market diversification and market power. Academy of Management Journal 28(4), pp. 789-798.

Montgomery, Cynthia A. (1994): Corporate diversification. Journal of Economic Perspectives 8(3), pp. 163-178.

Montgomery, Cynthia A. (ed.) (1995): Resource-based and evolutionary theories of the firm: Towards a synthesis. Kluwer Academic Publishers

Montgomery, Cynthia A. - S. Hariharan (1991): Diversified expansion by large established firms. *Journal of Economic Behavior and Organization* 15(1), pp. 71-89.

Montgomery, Cynthia A. - Wernerfelt, Birger (1988): Diversification, Ricardian rents, and Tobin's q. *RAND Journal of Economics*, 19(4), Winter, pp. 623-632.

Napi Gazdaság 2000. november 22., 8. old.: A magyar fúziók többsége még kicsi a nagy pénzügyi tanácsadóknak.

Napier, Nancy K. (1989): Mergers and acquisitions, human resource issues and outcomes: A review and suggested typology. *Journal of Management Studies* 26(3), pp. 271-289.

Needham, J.M. (1994): First Stage Review: Cold Light of Day. In: Rock, M.L. - Rock, R.H. - Sikora, M. (szerk.): *The Mergers & Acquisitions Handbook*, pp. 397-405, McGraw-Hill, New York

Nelson, Richard R. – Winter, Sidney G. (1982): *An evolutionary theory of economic change*. The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge

Nonaka, Ikujiro (1994): A dynamic theory of organizational knowledge creation. *Organization Science* 5(1), pp. 14-37.

Oliver, Christine (1997): Sustainable competitive advantage: Combining institutional and resource-based views. *Strategic Management Journal* 18(9), pp. 697-713.

Panzar, John C. – Willig, Robert D. (1981): Economies of scope. *American Economic Review* 71(2), Papers and Proceedings, May 1981, pp. 268-272.

Penrose, Edith T. (1959): *The theory of the growth of the firm*. Basil Baxwell Publisher, Oxford

Perrow, Charles (1994): *Szervezetszociológia*. Osiris-Századvég, Panem - McGraw-Hill, Budapest

Peteraf, Margaret A. (1993): The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view. *Strategic Management Journal* 14(3), pp. 179-191.

Peters, Thomas J. (1984): Strategy follows structure: Developing distinctive skills. *California Management Review* 26(3), Spring, pp. 111-125.

Pettigrew, Andrew M. (1990): Longitudinal field research on change. *Organisation Science*, Vol. 1. No. 3., pp. 267-292.

Porter, Michael E. (1980): Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors. The Free Press, New York

Porter, Michael E. (1985): Competitive advantage. The Free Press, New York

Porter, Michael E. (1991): Towards a dynamic theory of strategy. Strategic Management Journal 12, pp. 95-117.

Porter, Michael E. (1996): What is strategy? Harvard Business Review, 76(6), pp. 61-78.

Powell, Thomas C. (1996): How much does industry matter? An alternative empirical test. Strategic Management Journal 17(4), pp. 323-334.

Pralahad, C. K. - Bettis, Richard A. (1986): The dominant logic: A new linkage between diversity and performance. Strategic Management Journal 7(6), pp. 485-501.

Pralahad, C. K. – Hamel, Gary (1990): The core competence of the corporation. Harvard Business Review, May-June 1990, pp. 79-90.

Pralahad, C. K. – Hamel, Gary (1994): Strategy as a field of study: Why search for a new paradigm? Strategic Management Journal 15, pp. 5-16.

PriceWaterhouseCoopers (2002): Fúziók és felvásárlások Közép- és Kelet-Európában 2001. – A visszaeséssel dacolva. Vállalati kiadvány

Quinn, James Brian (1980): Managing strategic change. Sloan Management Review, No.4.

Quinn, James Brian – Mintzberg, Henry – James, R.M. (1988): The strategy process, concepts, contexts and cases. Prentice Hall, Englewood Cliffs

Ramanujam, Vasudevan - Varadarajan, P. (1989): Research on corporate diversification: A synthesis. Strategic Management Journal 10(6), pp. 523-551.

Rappaport, Alfred (1979): Strategic analysis for more profitable acquisitions. Harvard Business Review 57(4), pp. 99-110.

Rappaport, Alfred (1986): Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. The Free Press, New York

Reed, Richard – DeFillippi, Robert J. (1990): Causal ambiguity, barriers to imitation, and sustainable competitive advantage. Academy of Management Review, 15(1), pp. 88-102.

Reißner, Stefan (1992): Synergiemanagement and akquisitionserfolg. Gabler, Wiesbaden

Robins, James - Wiersema, Margarethe F. (1995): A resource-based approach to the multibusiness firm: Empirical analysis of portfolio interrelationships and corporate financial performance. *Strategic Management Journal* 16(4), pp. 277-299.

Roll, Richard (1986): The Hubris hypotheses of corporate takeovers. *Journal of Business* 59(2), pp. 197-216.

Rubin, Paul H. (1973): The expansion of firms. *Journal of Political Economy* 81(4), pp. 936-949.

Rumelt, Richard P. (1974): Strategy, structure and economic performance. Graduate School of Business Administration, Harvard University, Boston, MA

Rumelt, Richard P. (1982): Diversification strategy and profitability. *Strategic Management Journal* 3(4), pp. 359-369.

Rumelt, Richard P. (1987): Theory, strategy, and entrepreneurship. In: Teece, David J. (ed.): *The competitive challenge: Strategies for industrial innovation and renewal*. Ballinger Publishing Company, Cambridge, Massachusetts

Rumelt, Richard P. (1991): How much does industry matter? *Strategic Management Journal* 12(3), pp. 167-185.

Rumelt, Richard P. – Schendel, Dan E. – Teece, David J. (szerk.) (1995): *Fundamental issues in strategy: A research agenda*. Harvard Business School Press, Boston

Salamonné Huszty Anna (2000): *Jövőkép- és stratégiaalkotás*. Kossuth Kiadó, Budapest

Salter, Malcolm S. - Weinhold, Wolf A. (1978): Diversification via acquisition: creating value. *Harvard Business Review* 56(4), pp. 166-176.

Salter, Malcolm S. - Weinhold, Wolf A. (1979): *Diversification through acquisition: Strategies for creating economic value*. The Free Press, New York

Schallenberg, Dirk (1995): *Akquisitionen und Kooperationen: Eine entscheidungsorientierte Analyse von Unternehmenszusammenschlüssen in der Textilwirtschaft*. Verlag Josef Eul, Bergisch Gladbach, Köln

Scharf, Charles A. - Shea, Edward E. - Beck, George C. (1991): *Acquisitions, mergers, sales, buyouts and takeovers: A handbook with forms*. Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey (Fourth edition)

Schein, E.H. (1993): How Can Organizations Learn Faster? The Challenge of Entering the Green Room. *Sloan Management Review*, Winter 1993, pp. 85-92.

Schoemaker, Paul J. H. (1992): How to link strategic vision to core capabilities. *Sloan Management Review*, Fall 1992, pp. 67-81.

Shleifer, Andrei – Vishny, Robert W. (1991): Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and implications. *Strategic Management Journal* 12(Winter Special Issue), pp.49-59.

Shrivastava, Paul (1986): Postmerger integration. *The Journal of Business Strategy* 7(3), pp. 65-76.

Simon, Lenke – Davies, Goronwy (1996): A contextual approach to management learning: The Hungarian case. *Organization Studies*, 17(2), pp. 269-289.

Seidman, Irving (1998): Interviewing as qualitative research: a guide for researchers in education and social sciences. Teachers College Press, New York

Senge, P.M. (1990): The Leader's New Work: Building Learning Organizations. *Sloan Management Review*, Fall 1990, pp.7-23.

Senn, L.E. (1994): Culture. In: *Mergers & Acquisitions*, Ernst & Young, John Wiley & Sons, Inc., Second edition

Seth, Anju (1990): Sources of value creation in acquisitions: An empirical investigation. *Strategic Management Journal* 11(6), pp. 431-446.

Seth, Anju – Song, Kean P. – Pettit, Richardson (2000): Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of U.S. firms. *Journal of International Business Strategy*, 31(3), pp. 387-405.

Simon, Herbert A. (1997): Administrative behaviour. The Free Press, New York, 4th edition

Singh, Habir - Montgomery, Cynthia A. (1987): Corporate acquisition strategies and economic performance. *Strategic Management Journal* 8(4), pp. 377-386.

Sirower, Mark L. (1997): The synergy trap: How companies lose the acquisition game. The Free Press, New York

Sirower, Mark L. (1998): Imagined synergy: A prescription for a no-win deal. *Mergers and Acquisitions*, 32(4), pp. 23-29.

Slusky, Alexander R. - Caves, Richard E. (1991): Synergy, agency, and the determinants of premia paid in mergers. *The Journal of Industrial Economics* 39(3), pp. 277-296.

Slywotzky, Adrian J. (1996): Value migration: How to think several moves ahead of the competition. Harvard Business School Press, Boston

Stalk, G. (1988): The next source of competitive advantage. *Harvard Business Review*, No. 4.

Strauss, Anselm - Corbin, Juliet (1990): Basics of Qualitative Research - Grounded Theory Procedures and Techniques. Sage Publications, Newbury Park

Sudarsanam, P. Sudi (1995): The essence of mergers and acquisitions. Prentice Hall International (UK) Limited

Sulok Zoltán (2001): Fúziók és felvásárlások Magyarországon. Vezetéstudomány, XXXII. évf. 11. szám

Süverkrüp, Christian (1992): Internationaler technologischer Wissenstransfer durch Unternehmensakquisitionen: Eine empirische Untersuchung am Beispiel deutsch-amerikanischer und amerikanisch-deutscher Akquisitionen. Verlag Peter Lang GmbH, Frankfurt am Main

Szepesi Zsuzsanna (1993): Mergers and acquisitions: azaz mivel kell szembenéznünk? Ipar-Gazdaság, 1993. november-december, pp. 12-19.

Szintay István (1985): Rendszerelmélet, rendszerszervezés I. Tankönyvkiadó, Budapest

Szintay István (2001): Stratégiai menedzsment. Bíbor Kiadó, Miskolc

Szulanski, Gabriel (1995): Unpacking stickiness: An empirical investigation of the barriers to transfer best practice inside the firm. INSEAD Working paper 95/37/SM

Tari Ernő (1999): Stratégiai szövetségek az üzleti világban. KJK, Budapest

Teece, David J. (1980): Economies of scope and the scope of the enterprise. Journal of Economic Behavior and Organization 1, pp. 223-247.

Teece, David J. - Pisano, Gary - Shuen, Amy (1997): Dynamic capabilities and strategic management. Strategic Management Journal 18(7), pp. 509-533.

Tettenbaum, Toby J. (1999): Beating the odds of merger & acquisition failure: Seven key practices that improve the chance for expected integration and synergies. Organizational Dynamics, Autumn 1999, pp. 22-36.

Thompson, A.A. Jr. – Strickland, A.J. (1992): Strategic management: Concepts and cases. Irwin, Homewood, 6th edition

Trautwein, Friedrich (1990): Merger motives and merger prescriptions. Strategic Management Journal, 11(4), pp. 283-295.

Tóth Krisztina (1999): Kettőről az egyre: összeolvadások és szinergia. Vezetéstudomány, XXX. évf. 2. szám, pp. 25-34.

Uhlenbruck, Nikolaus – De Castro, Julio (1998): Privatization from the acquirer's perspective: A mergers and acquisitions based framework. *Journal of Management Studies*, 35(5), pp. 619-640.

Uhlenbruck, Klaus – De Castro, Julio O. (2000): Foreign acquisitions in Central and Eastern Europe: Outcomes of privatization in transitional economies. *Academy of Management Journal*, 43(3), pp. 381-402.

Uhlenbruck, Klaus – Meyer, Klaus E. – Hitt, Michael A. (2003): Organizational transformation in transition economies: Resource-based and organizational learning perspectives. *Journal of Management Studies*, 40(2), pp. 257-282.

Yin, Robert K. (1989): *Case study research: Design and methods*. Sage Publications, Newbury Park

Yin, Robert K. (1993): *Applications of case study research*. Sage Publications, Newbury Park

Yip, George S. (1982): Diversification entry: Internal development versus acquisition. *Strategic Management Journal* 3(4), pp. 331-345.

Varian, Hal R. (1991): *Mikroökonómia középfokon: Egy modern megközelítés. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest*

Vecsenyi János (2003): *Vállalkozás: Az ötlettől az újrakezdésig*. Aula Kiadó, Budapest

Vermeulen, Freek – Barkema, Harry (1999): *Learning through acquisitions*. Working paper, Tilburg University, Tilburg

Villinger, Roland (1996): Post-acquisition managerial learning in Central East Europe. *Organization Studies*, 17(2), pp. 181-206.

Voszka Éva (1997): A dinoszauruszok esélyei: Nagyvállalati szerkezetátalakítás és privatizáció. *Közgazdasági Szemle*, 44(1), pp. 31-41.

Walter, Gordon A. - Barney, Jay B. (1990): Management objectives in mergers and acquisitions. *Strategic Management Journal* 11(1), pp. 79-86.

Wells, John R. (1984): *In search of synergy*. Harvard University, Graduate School of Business Administration, George F. Baker Foundation

Wernerfelt, B. (1984): A Resource-Based View of the Firm. *Strategic Management Journal*, 5, pp. 171-180.

Wernerfelt, B. (1989): From critical resources to corporate strategy. *Journal of General Management*, 14(3), pp. 4-12.

Wernerfelt, B. (1995): The Resource-Based View of the Firm: Ten years after. *Strategic Management Journal* 16, pp. 171-174.

Weston, J. Fred – Chung, K. S. – Hoag, S. E. (1990): *Mergers, restructuring, and corporate control*. Prentice Hall, Englewood Cliffs

Whitley, Richard – Czaban, Laszlo (1998): Institutional transformation and enterprise change in an emergent capitalist economy: The case of Hungary. *Organization Studies*, 19(2), pp. 259-280.

Williams, Jeffrey R. (1992): How sustainable is your competitive advantage? *California Management Review* 34(3), Spring, pp. 29-51.

Williamson, Oliver E. (1975): *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications*. Macmillan-Free Press, New York

Williamson, Oliver E. (1985): *The economic institutions of capitalism*. The Free Press, New York

Zejan, Mario C. (1990): New ventures or acquisitions: The choice of Swedish multinational enterprises. *The Journal of Industrial Economics*, 38(3), pp. 349-355.

Az esettanulmányokhoz felhasznált irodalmak jegyzéke

K&H és ABN Amro eset

Budapest Business Journal, 2002. április 15-21., p. 31.: K&H scores IAS profit, HAS losses.

Csabai Károly (1999): Mi lett veled, emberke? HVG, 1999. december 25.

Dobszay János (2000): Rövid kasszák. HVG, 2000. augusztus 12., p. 57-58.

Figyelő TOP200, 2000.

Figyelő, 2001. február 15-21., p. 62.: Piacot vesznek: Ajánlatok az ABN Amro Mébitre

Gyenis Ágnes (1999): Külföldi bankárok Magyarországon – Arcképcsarnok. HVG, 1999. december 25.

Gyenis Ágnes (2000a): Rekordveszteség az ABN Amro Bankban – Számítási technika. HVG, 2000. február 12., p. 136-137.

Gyenis Ágnes (2000b): Hova álljanak a belgák? HVG, 2000. október 28., p. 144-147.

Gyenis Ágnes (2001a): Új bankvezetés a K&H-ban: Fejcserés. HVG, 2001. szeptember 22.

Gyenis Ágnes (2001b): Gyanúba keveredett K&H vezér – Zörög a haraszt. HVG, 2001. október 6.

HVG, 2000. február 5.: Óriási veszteség az ABN Amrónál?

HVG, 2000. augusztus 19., p. 93-94.: Zsákbamacska: Egyesül a K&H és az ABN Amro Bank

HVG, 2000. november 11.: K&H: Beolvad az ABN Amro.

Lehoczky Ilona (2002): Felvásárlások és fúziók a magyar bankszektorban. Szakdolgozat, BKÁE Vezetési és Szervezési Tanszék, Kézirat, Budapest

Makara Klára (2000): Fogasztói vélemények bankokról – Ha nem eszi, kap mást. HVG, 2000. október 7.

Makara Klára (2001): Kiváló megoldás. HVG, 2001. május 12., p. 119-120.

Matolay Réka (2002): Bábeli zűrzavar. Figyelő, 2002. április 18-24., p. 60-61.

Marton Tímea (1998): A vállalatfelvásárlások és –összeolvadások stratégiai megközelítése. Szakdolgozat, BKÁE Vezetési és Szervezési Tanszék, Kézirat, Budapest

Mong Attila (2001a): Mindent beleadnak. Figyelő, 2001. július 19-25., p. 58-59.

Mong Attila (2001b): Egységbe kovácsolják. Figyelő, 2001. október 25-31., p. 60-61.

Mong Attila (2001c): Pillantás a csúcsról. Figyelő 2001. december 20. – 2002. január 2., p. 92-93.

Mong Attila (2002): Egy csésze kávé – Rejtő E. Tibor. Figyelő, 2002. május 16-22., p. 13.

Mong Attila – Vicsek Ferenc (2001): Rejtő-rejtély. Figyelő, 2001. október 4-10., p. 68-69.

Mong Attila – Vrannai Katalin (2001): Bankárok az utcán? Figyelő, 2001. május 31. – június 6.

Napi Gazdaság, 2001. március 13.: Jövőre vár nyereséget az egyesülő K&H és ABN Amro.

Rotyis József (2000): A remény diadala. Figyelő, 2000. augusztus 17-23., p. 55.

Szakonyi Péter (2000): Gyorsuló koncentráció a pénzügyi piacon. Magyar Hírlap, 2000. augusztus 11.

Szép Ildikó (2000a): Rajtaütésszerű frigy. Figyelő, 2000. augusztus 17-23., p. 54.

Szép Ildikó (2000b): Közép-európai álmok. Figyelő, 2000. december 21. – 2001. január 3., p. 76-77.

Szép Ildikó (2001): Újra a régi vizeken. Figyelő 2001. december 20. – 2002. január 2., p. 92-93.

Tóth Szabolcs Gábor (2002): A Kereskedelmi és Hitelbank Rt. és az ABN Amro (Magyar) Bank egyesülése a bankszektorban tapasztalható tendenciák tükrében. Szakdolgozat, BKÁE Vezetési és Szervezési Tanszék, Kézirat, Budapest

Várhegyi Éva (2000a): A hazai bankok helyzete – Ki nyer majd? HVG, 2000. január 15.

Várhegyi Éva (2000b): Bizonyítványmagyarázat – Bankrendszer 1999. HVG, 2000. augusztus 12., p. 53-56.

Várhegyi Éva (2001): Az új évezred bankrendszere – Kard ki kard. HVG, 2001. augusztus 18.

Washio, Ako G. (2002): Banks upbeat about 2002 amid consolidation, government changeover. Budapest Business Journal, 2002. május 27. – június 2., p. 19.

Internetes oldalak (letöltés ideje: 2003. szeptember 22.)

<http://www.piac-profit.hu/?id=c-20011609351120-1299>: A K&H az ügyfelek szolgálatában

<http://www.privatbankar.hu/html/bank/kommentar.php?kommentar=2554>: Egy fúzió eredményei

http://www.kbc.com/fs_index.asp: Cégtörténet, sajtóközlemények

http://newkbc-pdf.kbc.be/Financial_Information/kbc-jv-en-2002-centraleurope.pdf:

Éves Jelentés 2002., Central Europe

<http://www.abnamro.com/pressroom/releases/2001/2001-07-03-en-hun.asp>:

Kereskedelmi És Hitelbank and ABN AMRO Magyar Bank legally merged

<http://www.abnamro.com/pressroom/downloads/2000-08-09-en.pdf>: KBC and ABN AMRO Bank start feasibility study on merging Hungarian subsidiaries Kereskedelmi és Hitelbank and ABN AMRO Magyar Bank

<http://www.abnamro.com/pressroom/releases/2000/2000-11-07-en-merger.asp>: KBC and ABN AMRO Bank reach agreement on merging Kereskedelmi és Hitelbank and ABN AMRO Magyar Bank

<http://www.abnamro.com/pressroom/releases/2001/2001-03-20-en.asp>: ABN AMRO sells Hungarian insurance unit Mébit to CGNU

<http://www.abnamro.com/com/about/history.asp>: Cégtörténet

<http://www.khb.hu/index.khb?p=page&type=5&id=MTQw>: A K&H Bank története

K&H Sajtóközlemények

<http://www.khb.hu/index.khb?p=print&id=MjMy>: 2001. július 3. Létrejött a Kereskedelmi és Hitelbank és az ABN AMRO Magyar Bank jogi egyesülése

<http://www.khb.hu/index.khb?p=page&id=Mzk1>: 2001. szeptember 20. A KBC és az ABN AMRO befolyásának közzététele és bejelentése

<http://www.khb.hu/index.khb?p=print&id=OTey>: 2002. április 22. A Kereskedelmi és Hitelbank megtartotta éves közgyűlését

<http://www.khb.hu/index.khb?p=print&id=OTMx>: 2002. május 28. Az év első három hónapjában két és félszeresére növelte működési eredményét a K&H

<http://www.khb.hu/index.khb?p=print&id=MTA2MQ%3D%3D>: 2002. szeptember 5. A Kereskedelmi és Hitelbank teljesíti éves terveit

<http://www.khb.hu/index.khb?p=print&id=OTEx>: Megjegyzések a Kereskedelmi és Hitelbank 2001. évi konszolidált eredményeihez

<http://www.khb.hu/index.khb?p=print&id=MTE5OQ%3D%3D>: 2003. április 23. A K&H Bank megtartotta éves közgyűlését

MOL és Slovnaft eset

Bálint Viktor (2003a): Túllőnek a kúton? Figyelő, 2003. július 17-23., p. 48-49.

Bálint Viktor (2003b): Multifunkció: Interjú a MOL Rt. elnök-vezérigazgatójával. Figyelő, 2003. július 24-30., p. 44-45.

-
- Berger Zsolt (2001a): Pozsonyi diéta. Figyelő, 2001. február 8-14., p. 43-45.
- Berger Zsolt (2001b): Kúttalan utakon. Figyelő, 2001. június 28 – július 4., p. 42-43.
- Csabai Károly (2000): Féltett szándékuk: A MOL regionális terjeszkedése. HVG, 2000. július 22., p. 61-62.
- Csabai Károly (2002): Vásárlókedv: A MOL regionális tervei. HVG, 2002. szeptember 7., p. 111-115.
- Csabai Károly (2003): MOL kontra Slovnaft-befektetők – Idegenben. HVG, 2003. május 17.
- Figyelő TOP200, 2003.
- Hlavay Richárd (2003): Nagyhalból kishal? Népszabadság, 2003. július 31.
- HVG, 2000. április 1., p. 131-135.: A pénz nem számít: A MOL kelet-európai terjeszkedése.
- HVG, 2002. november 30.: MOL-többség a Slovnaftban?
- Iliás Péter (2001): Felvásárlási harc Közép-Európában – A MOL Rt. küzdelme regionális győzelméért. Szakdolgozat, BKÁE Vezetési és Szervezési Tanszék, Kézirat, Budapest
- Kertész György (2002): A gázüzletág ma is eladó: Interjú a MOL vezérigazgatójával. Figyelő, 2002. július 18-24., p. 32-33.
- Merényi Miklós (2002): Gázár-függvény: Interjú a MOL Rt. elnök-vezérigazgatójával. Figyelő, 2002. november 28. – december 4., p. 55-56.
- Mink Mária (2000): Célkeresztben. HVG, 2000. október 28., p. 9-12.
- Vrannai Katalin (2002): Ötvözet olajból: MOL-Slovnaft személyzeti integráció. Figyelő, 2002. augusztus 29. – szeptember 4., p. 42-43.
- Internetes oldalak (Letöltés ideje: 2003. október 22.):*
www.slovnaft.sk
www.mol.hu
- Vállalati dokumentumok:*
Slovnaft Business Appraisal, March 2001
Slovnaft Group, Evaluation of 2002 performance, Appraisal meeting, March 25, 2003
Slovnaft Business Review, May 25, 2003
A MOL-Slovnaft együttműködés, 2003. február
-

Sajtóközlemény, 2003. december 22.: A MOL és a Slovnaft Igazgatósága döntött a teljes üzleti integrációról
A szinergiamenedzsment fejlődési szakaszai a regionális szereplővé válás folyamatában, 2004. január 21. prezentáció
MOL-Slovnaft negyedéves business review-k 1999-2003
Igazgatósági feladatlisták

Wallis és Elender eset

Bálint Viktor (2003): Fókuszállítás: Stratégiát vált a Wallis-csoport. Figyelő, 2003. december 4-10.

Berger Zsolt (2001): Mindenevők. Figyelő, 2001. november 1-7., p. 42-43.

Csabai Károly (2003): A Wallis-birodalom nehézségei – Megbotlott százlábú. HVG, 2003. július 26.

Figyelő, 2000. december 21. – 2001. január 3.: Bróker – új terepen. A Webigen Rt. új vezérigazgatója

Figyelő, 2002. február 14-20., p. 29.: Együtt a hálón.

Figyelő TOP200 kiadvány, 2003.

Gaal Ilona (2001): Kiakadva: A csőd szélén a PSINet. Figyelő, 2001. április 5-11., p. 42.43.

HVG, 2000. július 8. Cégvilág: Wallis-PSINet közös internetes cég.

HVG, 2000. december 9.: PSINet – Pénzszűkében.

HVG, 2000. december 9.: Webleltár 2000

HVG, 2002. október 11. Cégvilág: Régi-új Elender

HVG, 2002. december 7. Egy magyar internetcég tulajdonlási fordulatai: Erős kezekben.

HVG, 2003. július 26. Interjú Bajnai Gordonnal: Túl a zeniten?

HVG, 2003. augusztus 2. Cégvilág: Átalakuló Elender cégek.

HVG, 2003. november 29. A Budapesti Értéktőzsde adatai

Kadocsa András – Kubina Rita – Schwandt Michael (2003): Szinergiák és szinergiapotenciálok a Wallis csoportban. Menedzsment Kontroll Projekt dolgozat, BKÁE Vezetési és Szervezési Tanszék, Kézirat, Budapest

Kovács Tibor (2002): Rákapcsoltak: A Wallis tulajdonában a PSINet. Figyelő, 2002. november 7-13., p. 58-59.

Prim Online, 2000. szeptember 15. Webre vágják a világot? – Egy nehézsúlyú tartalomszolgáltató.

Prim Online, 2002. október 10. Egyedülálló visszavásárlás: „Az Elenderé a PSINet Magyarország”.

Riba István (2000): Webtanácsadás – Az ész a fontos. HVG, 2000. október 14.

Vértes János (2002): Az Elender-sztori – Oda-vissza. Prim Online, 2002. december 12.

www.eol.hu/index.php?/Magyar/Honlap/cegunkrol/cegtortenet *Letöltés ideje: 2003. december 16.*

www.wallis.hu Éves Jelentés, 2002. *Letöltés ideje: 2003. december 16.*