

A kereskedelmi szektor felvásárlásainak hatása a csőd kockázat mértékére és a hatékonyságra

Kucséber László Zoltán - Hegedűs Szilárd
Budapesti Gazdasági Egyetem

A TANULMÁNY CÉLJA

Az M&A ügyleteket a piaci részesedés növekedésével, a működési hatékonyság javulásával, az értékteremtés lehetőségével társítjuk, azonban számos külföldi kutatás kimutatta az M&A ügyletek sikertelenségét, többek között a csőd kockázati érték, score növekedését is. Minden évben jelentős számú vállalkozás megy csődbe hazánkban, a nem recessziós időszakban egyaránt. Elsődleges elemzésünk célja annak vizsgálata, hogy hogyan befolyásolták a kereskedelmi szektorban létrejött hazai felvásárlások a társaságok kockázatosságát, különös tekintettel a csőd kockázatokra. Másodlagos célunkhoz kapcsolódik annak azonosítása, hogy a változást milyen pénzügyi mutatószámok, indikátorok kísérték.

ALKALMAZOTT MÓDSZERTAN

Munkánkban a GVH által engedélyköteles, tehát az 500 millió forintnál nagyobb éves nettó árbevételt elérő társaságok által, a kereskedelmi szektorban megvalósult eseteket vizsgáljuk. Az „outlier” esetektől eltekintve a teljes sokaságot vizsgáljuk. A felvásárlás hatását 3 csődmodellel elemezzük.

LEGFONTOSABB EREDMÉNYEK

A tranzakciók nem pénzügyi jellemzői tekintve, megállapítottuk, hogy a felvásárlások jellemzően versenytársak között jönnek létre, amely az erős piaci versenyt feltételezi. Ezt támasztja alá a társaságok földrajzi helyzete is: Budapest mellett az alföldi székhelyű társaságok jellemezték a vizsgált sokaságot. A pénzügyi jellegű eredményeink szerint a cégek jelentős részénél nem eredményezett hatékonyságnövekedést a felvásárlás, és a vizsgált sokaság esetében nem következett be a csőd kockázat csökkenése.

GYAKORLATI JAVASLATOK

A hazai vállalati körben végzett kutatásunk eredményei igazolják a nemzetközi szakirodalomban megjelent kutatásokat, amely alapján az M&A ügyletek nagyszámban sikertelnek, a tranzakciót követően kedvezőtlen hatások jönnek létre: Munkánk eredményei árnyalhatják a felvásárlásokkal kapcsolatos közismert előnyöket, és várakozásokat. Mindezek alapján javasoljuk a fúziót és a felvásárlást tervező vállalkozások számára a felvásárlás lehetséges sikertelenségének hangsúlyos(abb) figyelembevételét.

Kulcsszavak: felvásárlás, egyesülés, kereskedelem, csőd, kockázat

Köszönetnyilvánítás: A tanulmány az MTA-BGE Makrogazdasági fenntarthatósági kutatócsoport, mint munkahely keretében az ELKH Támogatott Kutatócsoportok Irodájának támogatásával készült.

DOI: 10.15170/MM.2021.55.01.02

BEVEZETÉS INTRODUCTION

A kereskedelmi tranzakciók az M&A-piac jelentős hányadát képviselik világszinten (és ahogyan azt a következő részben látni fogjuk, Magyarországon is): a kis- és nagykereskedelmi szektorban 7672 M&A ügylet történt világszinten, így a kereskedelmi ügyletek 2012 és 2020 között az összes eset 11,5%-át tették ki (EMIS 2020).

Magyarországon a kereskedelmi szektorban jelentős felvásárlások történtek, például a Cora áruházak Auchan általi felvásárlása, a Spar által a Plus üzletláncok felvásárlása és a 48 Match és Profi áruházat üzemeltető a francia Delhaize-csoport kivonulása (mfor.hu 2013). A 2010-es évek elején a német diszkontláncok jelentős terjedése zajlott, amelyek jellemzően zöldmezős beruházások keretében nyitották meg üzleteiket, de „meglévő” láncok teljes felvásárlása nem jellemezte az üzletpolitikájukat (Juhász & Wagner 2010).

Ezekkel a folyamatokkal párhuzamosan a kereskedelem szektorban a regisztrált vállalkozások száma 2011 és 2014 között stagnált, 2015-től folyamatos csökkenést mutat. 2018-ban 10 százalékkal volt kevesebb kereskedelmi vállalkozás, mint 2010-ben (KSH 2018). A szektor átalakulásának hátterében több tényező is meghúzódhat, azonban munkánkban egy komplex vállalati átalakulás hatásait vesszük górcső alá: azt vizsgáljuk, hogy a kereskedelmi szektorban létrejött felvásárlások között a tranzakciót követő években történt-e csőd-eljárás, végelszámolás, felszámolás, valamint a „túlélő” cégek csőd kockázata hogyan változott az M&A-ügylet követően.

AZ M&A ÜGYLETEK KUDARCAI- NAK HÁTTERE THE BACKGROUND OF M&A FAILURES

Milyen előnyöket hordoznak az M&A ügyletek? Rahman & Lambkin (2015) szerint a felvásárlásokat követően növekszik az árbevétel, Rahman *et al.* (2016) kutatása alapján pedig az egyesülés pozitívan befolyásolja az értékesítés hatékonyságát. Copeland & Weston (1992) a fűzít, mint az egyik legfontosabb tényezőt említi a vállalatok növekedésében. Az M&A ügyleteknek az előnyei szerepet játszhatnak a méret- és választékgazdaságosság, az ipárból történő kivonulás, az irányítási hatékonyság, és a növekvő piaci erő elérésében

egyaránt (Wish 2010). Ebben a fejezetben tudományos kutatások, felmérések alapján a sikertelenséget és a csőd kockázatot generáló pénzügyi, és nem pénzügyi jellegű tényezőket szeretnénk bemutatni, ugyanis a felsorolt előnyök mellett, az M&A tranzakciók komplex és sokszereplős jellegük miatt „sok buktatót” tartalmaznak, és nem feltétlenül végződik nekik sikeresen.

Leland (2007) az M&A ügyletek sikerességét befolyásoló tényezők között említi a csőd kockázattal mellet az adórátákat, az egyesülő társaságok pénzáramlásait, és a relatív cégméretet. Ghosh & Jain (2000) 239 ügylet elemzése alapján azt állapították meg, hogy a tranzakciót követően az egyesült vállalkozások pénzügyi tőkeáttétele magas, és a társaságok hitelbesorolásai kedvezőtlen irányba változtak a tranzakciót követő években. Mindezek hátterében a felvásárlás hitelből történő finanszírozása húzódik meg. Külföldi kutatások alapján számos felvásárló cég már a tranzakciót megelőzően magas csőd kockázattal rendelkezik: Bruyland & Maeseneire (2016) vizsgálták a magas csőd kockázattal rendelkező felvásárló társaságok ügyleteit. Az eredmények szerint ezek a vállalkozások nagyobb cégmérettel rendelkező, kevésbé jövedelmező, más ágazatban működő céltársaságokat választanak ki, és recesszió alatt folytatnak tranzakciókat. Bruyland *et al.* (2019) újabb kutatása hasonló eredményeket hozott: A magas csőd kockázattal rendelkező felvásárló társaságok tranzakciót követő ROA értéke kedvezőtlenebb volt a referencia csoporthoz képest. Furfine & Rosen (2011) 1194 egyesülés vizsgálata alapján is azt állapította meg, hogy a fűző növeli a csőd kockázatot. A kutatók azoknál az eseteknél azonosítottak nagyobb kockázatonövekedést, amelyeknél a vezérigazgatót teljesítményalapú javadalmazásban részesítik, ezért a menedzserek ösztönözve érzik magukat arra, hogy akár kétes kimenetellel kecsegtető tranzakciókat is megvalósítsanak. Azok a cégek, amelyek az egyesülést megelőzően kockázatosnak minősültek, a tranzakciók követően még magasabb csőd kockázatot mutattak. Ezzel ellentétes eredményre jutott Koerniadi *et al.* (2015) tanulmánya, amely szerint a határon-átnyúló tranzakciókban résztvevő felvásárló társaságok csőd kockázata csökkent. A szerzők szerint az eredményt leginkább az magyarázza, hogy a felvásárlók azonos ágazatban lévő céltársaságokat vásároltak fel.

Az ügyletek sikertelenségében nem csak a felvásárló társaságok, hanem a céltársaságok is szerepet játszhatnak. Filipović (2012) szerint szignifikáns összefüggés van a céltársaság mérete (a felvásárlóhoz képest) és az egyesülés sikere között: Minél kisebb a céltársaság mérete, annál valószínűbb az

egyesült vállalat (illetve irányításszerző tranzakció esetén a céltársaság) teljesítmény javulásának valószínűsége. Kandžija *et al.* (2014) horvátországi nem pénzügyi vállalatokat vizsgáltak 1998 és 2006 között. Megállapításaik alapján, minél alacsonyabb a céltársaság iparának koncentrációja, annál sikerebb a célvállalat teljesítménye az átvétel után.

Egyes külföldi kutatások a pénzügyi mellett, menedzsment jellegű okokkal magyarázzák a felvásárlást követő tendenciákat: Yen & Andre (2007) tanulmányukban a cég irányításának egyes jellemzői (pl. a vezetés nagysága, a tulajdonosi koncentráció a szavazati jog arányával mérve) és a működési hatékonyság kapcsolatát vizsgálták. A kutatásuk 287 ügylet mintáján alapszik, amelyek 1997 és 2001 között az angolszász országokban jöttek létre. A függő változó szerepét a működési cash-flow töltötte be. A kutatás során a szerzők az M&A előtti és utáni 3-3 éveket vizsgálták. Az eredmények a kevésbé koncentrált tulajdonosi struktúra és a kedvezőtlen működési teljesítményváltozás közötti kapcsolatot mutatják a vizsgált országokban. Egy sajátos menedzsment jellegű ok, amelynek következtében a tranzakciók nem teljesítik a várt szinergiákat: Egy cég méretének felvásárlással történő növelése csökkentette annak az esélyét, hogy kiszemelt célponttá váljon, mivel az M&A ügylettel nagyobbá válik a versenytársaihoz képest. A védekezésből indított felvásárlások a versenytársakat is védekezésre ösztönözhetik, így akár veszteségesnek ígérkező felvásárlást is végrehajtanak. Ezt a folyamatot Eat-or-be eaten scenáriónak (Gorton *et al.* 2009).

A pénzügyi és menedzsment jellegű problémák mellett szót kell ejtenünk a kulturális háttér (jellegzetességeinek) eltérésére, mivel az ún. akkulturációs konfliktusok a legfőbb problémák között szerepelnek (Bognár 2005): Savović (2016) 91 menedzser körében folytatott interjú sorozatának tanulságai szerint, a menedzsereknek a pénzügyi eredmények mellett, a nem-pénzügyi tényezőkre is összpontosítaniuk kell, például a munkavállalói elégedettségre, az ügyfélkör bővítésére, új termékek és szolgáltatások kifejlesztésére. A tanulmány megállapításai szerint a rossz pénzügyi eredmények három forrása a nem megfelelő stratégia, a stratégiák rossz végrehajtása és a divízióvezetők elégtelen ellenőrzése. Rennebooga & Vansteenkiste (2019) szintén humán tényezőket jelölt meg a sikerelenség okaként: az igazgatók, menedzserek túlzott magabiztossága, és ebből következően gyakran végrehajtott tranzakciók állnak a nem megfelelő részvényesi érdekérvényesülés hátterében.

Magyarországon is történtek már az M&A ügyletek eredményességét vizsgáló ágazati-jellegű

kutatások (Kucséber 2016): Az ipar és a szolgáltató szektorban a felvásárló vállalatok forgatóke-gazdálkodása a hatékonyságjavulás helyett, a hatékonyságcsökkenés jeleit mutatta az M&A-tranzakciók követően. A kereskedelem szektorban a felvásárlás érdemlegesen nem rontotta, de nem is javította a forgatóke-gazdálkodás hatékonyságát.

MÓDSZERTAN: ALKALMAZOTT CSŐDELŐREJELZŐ MODELLEK METHODOLOGY: BANKRUPTCY FORECASTING MODELS USED

Kutatási célunk a magyar kereskedelmi szektorban létrejött GVH engedélyköteles felvásárlások hatásainak vizsgálata, különös tekintettel a vizsgált felvásárló társaságok csődcockázatára hét éves időhorizonton. Az időintervallum során három évet a felvásárlás előtt, a felvásárlás évét (M&A éve), illetve három évet a felvásárlás után vizsgálunk.

Ahogy az az előző részben közölt eredmények mutatják, széles módszertani paletta áll a kutatók rendelkezésére, ha az M&A ügyletek pénzügyi vonatkozásait – a csőd kockázatának változásától a finanszírozási kérdésekig bezárólag – kívánják elemezni: A mérleg forrás oldalának abszolút és relatív elemzésétől kezdve a közismert vagyoni helyzet mutatószámokon át, a csődmodellekig. A témakör jövőbeli kutatásaihoz, vizsgálatához további módszerek is alternatívaként szolgálhatnak, mint például a fordított DCF-modell, amellyel a befektetők, tulajdonsok által elvárt növekedési rátát lehet meghatározni (Ulbert *és tsai* 2019) és az ún. kritikus cash-flow, amely az az adott növekedési ráta mellett szükséges pénzáramlás, amelynek diszkontált jelenértéke megegyezik a társaság piaci kapitalizációjával.” (Takács *és tsai* 2020).

A kutatás során 18 darab M&A ügyletben érintett vállalkozás főbb pénzügyi mutatóit vizsgáltuk meg. A tanulmányban két területet vettünk górcső alá, az egyik a vállalkozás folytatásának elvének történő megfelelés, illetve a hatékonyság, a hozzáadott érték termelőképeség változása. A vállalkozás folytatásának elvét a számvitel általános érvényű elvként ismeri el (Lentner 2015, Zéman & Lentner 2018), amely azt jelenti, hogy vállalkozás a beszámolójának elkészítésekor és a könyvvizetési kötelezettsége során abból indul ki, hogy a gazdálkodó a belátható jövőben is fenn tudja tartani működését, nem várható a működés beszüntetése vagy bármilyen okból történő jelentős csökkenése (Számvitelről szóló 2000. évi C. törvény. 15. § (1)). A vállalkozás folytatásának elvét csődmodellek

segítségével tesztelhetjük (például: Molnár 2019a és b). A hazai szakirodalomban az első csődmódellek egyikét Virág Miklós alkotta meg 1991-ben (Virág & Hajdú 1998). Ez a modell 2005-ben került újraszámításra logisztikus regresszió és diszkriminancia elemzés módszerével (Virág & Kristóf 2005 Kristóf & Virág 2018). Az alkalmazott csődmódellek feldolgozóipari vállalatokra készültek (Kotormán 2009; Nyitrai 2016), azonban az ágazati sajátosságokon alapuló modellekhez szükséges benchmark nem állt rendelkezésre a kutatásunk lezárásakor.

Kutatásunk során a Virág & Kristóf által jegyzett két csődmódel segítségével vizsgáltuk meg a felvásárló vállalatok csődkockázatát, és besoroltuk ez alapján 'csődös' és 'túlélő' kategóriába. Az alkalmazott logisztikus regressziós modell változói:

- X1: likviditási gyorsráta
- X2: árbevétel arányos nyereség
- X3: cash-flow / összes tartozás
- X4: forgóeszközök / összes eszköz
- X5: vevők / szállítók

$$\text{Pr}(\text{csőd}) = \frac{e^{3,432 - 10,32 \times 1 + 0,01439 \times 2 - 4,438 \times 3 - 0,02992 \times 4 + 8,17 \times 5}}{1 + e^{3,432 - 10,32 \times 1 + 0,01439 \times 2 - 4,438 \times 3 - 0,02992 \times 4 + 8,17 \times 5}}$$

Amennyiben az érték 0,525 alatti, úgy csődveszélyes. A modell pontossága 81,8%-os (Virág & Kristóf 2005, idézi Molnár 2020).

A diszkriminancia elemzés alapú csődmódel változói az alábbiak:

- X1: likviditási gyorsráta;
 - X2: cash flow/összes tartozás;
 - X3: forgóeszközök/összes eszköz;
 - X4: cash flow/összes eszköz.
- $$Z = 1,3566X1 + 1,63397X2 + 3,66384X3 + 0,03366X4$$

Amennyiben a Z érték 2,61612 alatt van, abban az esetben a vállalkozás csődveszélyes. Az alkalmazott módszertan főként termelővállalkozásokra vonatkozik, így kereskedelmi cégek vonatkozásában az iparági rátákon alapuló értékelési módszer célravezetőbb lehetett volna (vö. Virág & Nyitrai 2006) azonban ezen iparági átlagok kutatásunk lezárásakor nem állt rendelkezésre.

A hozzáadott érték számításánál az alábbi formulát alkalmaztuk: Adózás előtti eredmény + Személyi jellegű ráfordítások + Értékcsökkenési leírás. A kapott értéket eszközarányosan vizsgáltuk a vállalati méretből adódó eltérések kiküszöbölése érdekében. A hozzáadott érték mutatót azért választottuk ki, mert a beszámolókból eredő információigényt maximálisan ki tudja elégíteni a teljes minta vonatkozásában. A hatékonyság elemzésének keretében az eszközarányos hozzáadott érték mellett, a

vevőkövetelések behajtási ideje, szállítói tartozások rendezési ideje, ROA és ROE mutatószámokat is kalkuláljuk.

ALKALMAZOTT ADATBÁZIS DATA

A magyarországi M&A esetekről kizárólag a GVH versenyhatározataiból nyerhetünk hivatalos adatokat és információkat. A GVH a hatályos magyar versenytvény (1996. évi LVII. törvény VI. fejezet. 23. § (1)) alapján dönt arról, hogy az adott eset egyáltalán M&A tranzakciónak számít-e és vajon szükség van-e az engedélykére.

A versenyhivatal nem vizsgál minden ügyletet, ugyanis a vállalkozások összefonódásához a GVH-tól csak akkor kell engedélyt kérni, ha valamennyi érintett vállalkozás csoport, vagy azon tagjai előző üzleti évben elért nettó árbevétele együttesen a 15 milliárd forintot meghaladja. Ez azt jelenti, hogy munkánkban bár górcső alá vettük az összes GVH által engedélyköteles kereskedelmi jellegű ügyletet, azonban ez tehát nem jelenti a szektorban megvalósult összes eset számát. A sokaságból módszertani okokból kizártunk eseteket: a vizsgált időszakban egymás utáni években több tranzakciót megvalósító társaságokat (3 eset), az egyszerre több felvásárló által lebonyolított eseteket és résztvevő cégeket (4 eset), valamint a holding társaságokat (6 eset), így az adattisztítást követően 18 esetet vizsgáltunk. A vizsgált cégek listáját a Mellékletben tettük közzé.

A pénzügyi elemzéshez az adatokat az Igazságügyi Minisztérium által működtetett 'e-beszámoló' portálról gyűjtöttük. A vizsgált időszak 2008 és 2016. A 2016 és 2020 közötti évek ügyleteit módszertani okok miatt nem tudjuk vizsgálni, ugyanis a pénzügyi elemzés során a felvásárlást megelőző és a felvásárlást követő 3-3 évet vizsgáljuk, ezért az utóbbi 4 évben létrejött esetek elemzése jelenleg még nem lehetséges. Az M&A kutatásokban ez az időtáv alkalmazása általános (ahogyan azt a hivatkozott kutatások is mutatják), mivel a felvásárlást követő 1-3 évben könnyebben azonosíthatók a tranzakciók szinergiái, illetve kedvezőtlen esetben diszszinergiái.

EREDMÉNYEK RESULTS

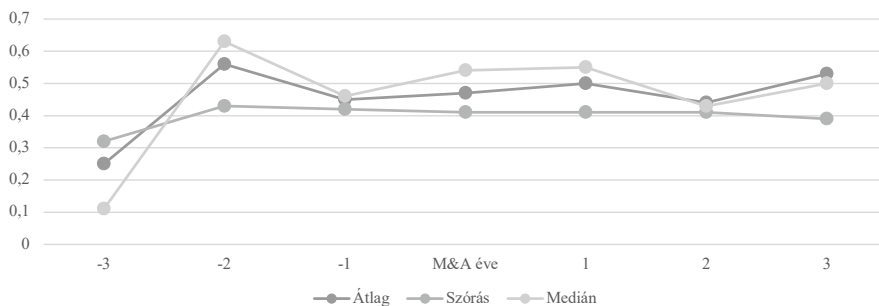
Ahogy az a bevezetőben is már ismertettük, az összes megvalósult eset jelentős arányát a kereskedelmi ügyletek jelentik, amelyek Magyarországon a vizsgált időszakban az összes M&A tranzakció 23 százalékát tették ki. A tranzakciók értékéről nem rendelkezünk információkkal, de „ágazati információk” alapján, a magyarországi cégfelvásárlási piac kis méretét mutatja, hogy a magánszektorban keletkező tranzakciók jelentős többsége (2015-2016-os adatok szerint) 1,5-7,5 milliárd forint közé tehető (mmo.hu 2016). Ezeket az adatokat alátámasztja az általunk vizsgált felvásárló társaságok átlagos mérlegfőösszege, amely a vizsgált időszakban 9.395.720 ezer HUF volt, az átlagos állományi létszám pedig 359 fő.

Az esetek 68 százaléka horizontális (versenytársak közötti) M&A, a nem horizontális esetek közül három vegyes és három konglomerátum típusú felvásárlás volt. A felvásárlás tárgyát illetően 13 esetben történt az adott társaság teljes egészének

megszerzése, kettő esetben üzletág felvásárlása és négy esetben pedig üzlethely képezte az akvizíció tárgyát. A vizsgált felvásárló társaságok közül egy cég szűnt meg a tranzakciót követő 3. évben. Mivel külső elemző szemszögéből vizsgálódunk, ezért nem tudjuk megállapítani a megszűnés pontos okait. A többi vizsgált társaság a 2020-as évben is működik.

A csődmodellekkel végzett kutatásaink eredményei a következők: Az 1. ábra alapján megállapítható, hogy az átlag a vizsgált 18 társaság vonatkozásában csak a felvásárlás előtti második, valamint a felvásárlás követő harmadik évben érte el a csőd-kockázatot meghaladó értéket (0,525-ös érték). A szórásból arra következtethetünk, hogy jelentős a minta adatainak szórása az átlaghoz viszonyítva, az eloszlás a K-S teszt alapján nem tekinthető normálisnak. A medián értékéből leszűrhető, hogy a tranzakció évéig emelkedő tendenciát követ, majd a tranzakciót követő második évtől csökken a csőd-kockázati érték a tranzakció előtti időszakhoz képest.

1. ábra: Logit csődmódel leíró statisztikája
Figure 1. Descriptive statistics of bankruptcy forecasting logit model

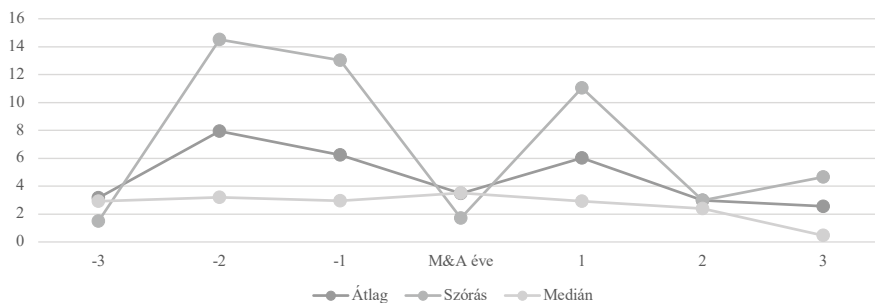


Forrás: saját szerkesztés

A diszkriminancia-elemzés alapú csődmódel leíró statisztikai elemzéséből megállapítható, hogy az átlag minden évben meghaladja a csőd-kockázatot jelző értéket (2,61612). A 2. ábrán látható tendenciából azonban leszűrhető, hogy a felvásárlás évében csökkent a vizsgált cégek átlagértéke, ugyanakkor a tranzakciót követő évben számottevően visszaesik. A szórás értéke meghaladja az átlag értékét, amely

azt jelenti, hogy jelentősen szóródnak az adatok – itt sem állapítható meg normál eloszlás az elvégzett K-S teszt alapján. A medián tekintetében hasonló tendencia rajzolódik ki, értéke az ügylet évéig növekszik, majd számottevően csökkenés rajzolódik ki. Az adatok elemzésénél az egyedi adatok elemzésével folytatjuk a vizsgálatokat.

2. ábra: Diszkriminancia-elemzés leíró statisztikája
Figure 2. Descriptive statistics of discriminant analysis

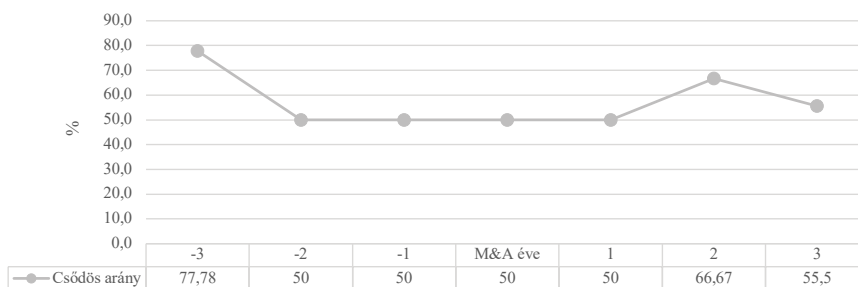


Forrás: saját szerkesztés

A vállalkozói attitűd mérésére szolgáló Az egyedi adatok elemzése során a csődhelyzetet prognosztizáló értékek alapján vizsgáltuk meg, mekkora hányadánál jelez előre a vizsgálat csőd vagy ahhoz közeli állapotot. A csődközeli cégek aránya a tranzakció előtti harmadik évtől kezdve csökken,

amely az ügylet és az azt követő első évig a cégek mintegy felét jelenti (3. ábra). Az M&A ügyletet követő második évben már azonban növekszik a csőd kockázatba tartozó értékkel rendelkező cégek részaránya, ugyanakkor kismértékben csökkent a felvásárlást követő harmadik évben.

3. ábra: Virág-féle logisztikus regresszió alapú csődmodell eredménye
Figure 3. Result of bankruptcy forecasting model based on logistic regression of Virág (1991)



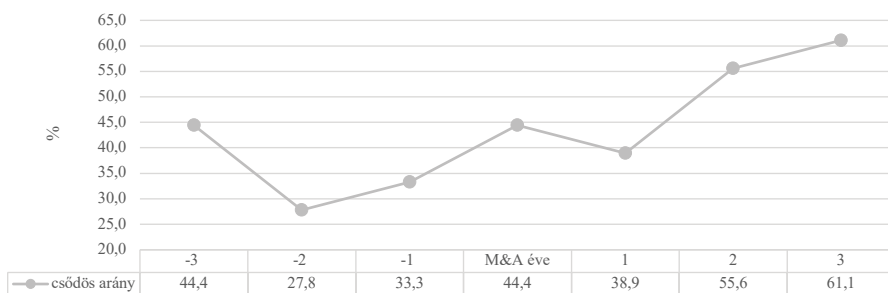
Forrás: saját szerkesztés

Ahogy a 4. ábra is mutatja, a diszkriminanciaelemzéssel megállapított csőd kockázati értéken alapuló arány a felvásárlást megelőző második évtől kezdődően növekszik, a felvásárlást követő első évet leszámítva. Az ügyletet követő második

évtől azonban számottevően emelkedik a csőd kockázattal terhelt cégek részaránya, amely már meghaladja a vizsgált minta felét.

4. ábra: Virág-féle diszkriminanciaelemzés alapú csődmodell eredménye

Figure 4. Result of bankruptcy forecasting model based on discriminant analysis of Virág (1991)



Forrás: saját szerkesztés

A felvásárlás (egyik) célja, hogy a hatékonyság növekedésével stabilizálja a vállalat pénzügyi pozícióit a piacszerzésen túlmenően. Az 5. ábra alapján megállapítást nyert, hogy az eszközarányos hozzáadott érték (A továbbiakban „hatékonysági mutató”) átlaga az ügylet létrejöttéig kismértékben csökken, ugyanakkor a tranzakció hatására jelentős emelkedést produkál. A tranzakciót követően azonban ismét visszaesés bontakozik ki a hatékonysági mutató átlagos értékében. Érdekes folyamat figyelhető meg a minimum értéknél, amely a felvásárlás hatására kerül pozitív tartományba, de ezt követően visszaesik, ez azonos vállalathoz köthető a vizsgált időszakban. A maximum értéke két különböző vállalatnál figyelhető meg. Az egyik vállalat a tranzakció előtti időszakban produkálta a legnagyobb értéket, amely a tranzakciót követően is képes volt ezt a szintet fenntartani, míg a másik vállalkozás nagyon alacsony szintről indulva érte el a maximális értéket, ebben a vonatkozásban tehát sikeresnek tekinthető. Az átlagnál leírt jelenség megfigyelhető a medián vonatkozásában is. Az egyedi adatok elemzésénél négy mintázatot azonosítottunk:

1. A hatékonysági mutató folyamatos visszaesése, ez a mintába kerülő hét vállalkozás esetében figyelhető meg,

2. A hatékonysági mutató javul a felvásárlás hatására, de azt követően csökken, azonban a felvásárlás előtti időszak felett van, ez hat vállalatnál megfigyelhető mintázat,

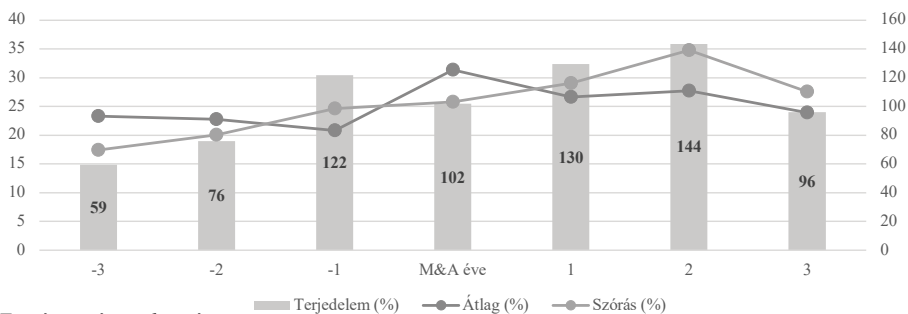
3. Az eszközarányos hozzáadott érték a felvásárlás hatására csökken, de azt követően magasabb értékűvé válik a felvásárlás évének értékénél, ez három cégnél tapasztalható,

4. A felvásárlás hatására a hatékonyság visszaesik, de azt követően magasabb lesz a felvásárlás előtti értékénél, amely két cégnél leszűrhető mintázat.

Tehát öt cégnél tapasztalható hatékonyságnövekedés a felvásárlás hatására: a felvásárlás előtti időszakot szignifikánsan meghaladó értéket két vállalkozás esetében, míg kismértékben meghaladó értéket öt cég esetében mutatott ki az elemzés.

5. ábra: Az eszközarányos hozzáadott érték leíró statisztikai elemzése

Figure 5. Description statistics of added value



Forrás: saját szerkesztés

Az eddig közölt eredményeinket – a tendenciák, és a közölt mintázatok tekintetében – alátámasztják további hatékonysági mutatószámok (vevőkövetelések behajtási ideje, szállítói tartozások rendezési ideje, ROA és ROE) elemzéséből kapott eredmények. Az eredményeinket földrajzi vetület szempontjából is megvizsgáltuk, amely alapján nem találtunk összefüggést, ugyanis mind a fővárosi, mind a vidéki esetek között azonosítottunk olyan cégeket, amelyek kedvezőtlen hatékonyságot és csőd kockázatot mutattak a tranzakciót követően.

ÖSSZEFOGLALÁS SUMMARY

A kereskedelmi szektorban, de különösen a kiskereskedelemben az elmúlt évtizedekben is zajlott a piaci szerkezet (át)alakulása (külföldi tulajdonú hipermarketek pozíciójának erősödése, diszkontok térnyerése, a kisboltok számának radikális csökkenése), így jelentős, érdemi változást csak 1-1 nagy cég piacról történő kivonulása okozna. Valószínűsítjük, hogy a jövőben létrejövő tranzakciók már egyre inkább az elektronikus kereskedelem fejlődésével, térhódításával állnak kapcsolatban, mint például az E-mag – Extreme-Digital esete (hsw.hu 2019).

A vizsgált adatokból megállapítható, hogy a vállalkozások meghatározó hányadánál romlott a csőd kockázat értékét jellemző score a fűziót követő években. A két modell közül a diszkriminancia elemzés esetén tapasztalható nagyobb fokú visszaesés, ugyanakkor mindkét modell vonatkozásában magas a felvásárló vállalatok között a csőd kockázat értékét mutató vállalkozások aránya. Az adatok elemzéséből az is leszűrhető, hogy nem minden esetben stabil pénzügyi helyzetben lévő vállalkozások végeznek felvásárlást. Ezen megállapítást jól alátámasztja, hogy a vizsgált cégek közül egy tevékenységét az M&A ügyletet követően befejezte. Ebből lehet következtetni a modellek pontosságára, azonban ez jelen tanulmányunknak nem volt célkitűzése.

Jogosan merül fel a kérdés, hogy mi az oka annak, hogy a felvásárlást követő második évben növekszik a csőd kockázatot bemutató score a felvásárló társaságokban. Magyarázat lehet, hogy a tranzakció rövid távú hatásai javítják a vállalkozás pénzügyi mutatóit, a struktúrák integrálódását követően azonban jelentkeznek a pénzügyi nehézségek. A másik lehetséges magyarázat, hogy az integrációt követő (szükséges) intézkedések rontották a vállalkozások teljesítményét. Ez különösen a cash-flowban, illetve a kötelezettségek állományának növekedésében nyilvánult meg.

A hatékonyság elemzéséből megállapítható az a tendencia, hogy a cégek számottevő részénél nem eredményezett hatékonyságnövekedést a felvásárlás (38%), sőt a hatékonyság folyamatos csökkenése figyelhető meg. Öt vállalkozás esetében hatékonyságjavulást okozott az ügylet, de azt követően visszaesés történt. Szintén megállapítható, hogy két vállalkozás vonatkozásában sikeres volt az ügylet, hiszen a hatékonyság számottevő emelkedése, javulása volt megfigyelhető, és további két vállalkozásnál okozott a felvásárlás kedvező hatásokat, a korábbi mutatóértékekhez képest.

A tanulmány feltett két kutatási kérdésre összefoglaló megállapításunk az, hogy a vizsgált sokaság esetében nem következett be hatékonyságnövekedés, illetve a csőd kockázat értékének visszaesése, hiszen az egyedi adatok elemzése alapján logisztikus regressziós modell vonatkozásában kilenc vállalkozásnál romlott a csőd kockázati score, ebből hét cégnél jelentős mértékben. A diszkriminancia elemzésből származó eredményeket tekintve hét vállalkozás esetében tapasztalható visszaesés, ebből háromnál számottevő mértékű volt a csőd kockázati érték romlása. A hatékonyság javulása csak hét vállalkozás esetében volt kimutatható a tranzakciót követő időszakban.

A kutatás hipotézisét az eredményeinkből adódóan elutasítjuk, hiszen a vizsgált cégek körében a csőd kockázati értékkel rendelkező vállalatok száma növekedett a tranzakció hatására, és számottevő hatékonyságjavulás a cégek csekély hányadánál következett be, valamint nem egyértelmű tendencia a hatékonyság javulása, emelkedése.

HIVATKOZÁSOK REERENCES

- Bognár E. X. (2005). A vállalati összeolvadások és fúziók megvalósításának kihívásai, avagy játék határok nélkül? Józsa L. - Varsányi J. (szerk.): *Marketingoktatás és kutatás a változó Európai Unióban*, Győr: SZE, 455-464.
- Bruyland, E., de Maeseneire, W. (2016). The Risk Effects of Acquiring Distressed Firms, *Journal of Business Finance and Accounting*, 43(9-10), 1297-324, DOI:10.1111/jbfa.12210
- Bruyland, E., Lasfer, M., Maeseneire, W. De, Song, W. (2019). The performance of acquisitions by high default risk bidders. *Journal of Banking & Finance*, 101(4), 37-58, DOI: 10.1016/j.jbankfin.2019.01.019
- Copeland T. E., Weston J. F. (1992). *Financial Theory and Corporate Policy*, Hoboken, NJ: Addison-Wesley
- Filipović, D. (2012). Impact of company's size on takeover success. *Ekonomika Istrazivanja*, 25(2), 435-44, DOI: 10.1080/1331677X.2012.11517516
- Furfine, C. H., Rosen, R. J. (2011). Mergers increase default risk. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 832-49, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.03.003>
- Ghosh, A., Jain, P. C. (2000). Financial leverage changes associated with corporate mergers, *Journal of Corporate Finance*, 6(4), 377-402
- Gorton G., Kahl, M. Rosen, R. (2009). Eat or Be Eaten: A Theory of Mergers and Firm Size. *Journal of Finance*, 64(3), 1291-344, DOI: 10.1111/j.1540-6261.2009.01465.x
- Juhász A. – Wagner H. (2010). *A kemény diszkontlancok terjedésének külkereskedelmi hatásai. Trójai falovak Németország szolgálatában?* Budapest: Agrárgazdasági Kutatóintézet
- Kandžija, V., Filipović, D., Kandžija T. (2014), Impact of industry structure on success of mergers and acquisitions, *Tehnicki Vjesnik*, 21(1), 17-25.
- Koerniadi, H., Krishnamurti, C., Tourani-Rad, A. (2015). Cross-border mergers and acquisitions and default risk. *International Review of Financial Analysis*, 42(12), 336-48, DOI: 10.1016/j.irfa.2015.08.009
- Kotormán A. (2009). A mezőgazdasági vállalatok felszámolásához vezető okok elemzése. PhD értekezés, Debrecen
- Kristóf T. – Virág M. (2019). A csődelőrejelzés fejlődéstörténete Magyarországon, *Vezetéstudomány*, 50(12), 62-73. <https://journals.lib.uni-corvinus.hu/index.php/vezetestudomany/article/view/310>
- Kucseber L. Z. (2016). A hazai felvásárlás előtt és után: fókuszban a forgótöke-menedzselés. *Hitelintézeti Szemle*, 15(1) 70-90, <https://matarka.hu/egy-kozlemeny-oldala.php?MatarkaID=2371227>
- Leland, H. E. (2007). Financial synergies and the optimal scope of the firm: Implications for mergers, spinoffs, and structured finance. *Journal of Finance*, 62(2), 765-807, DOI: 10.1111/j.1540-6261.2007.01223.x
- Lentner Cs. (2015). A vállalkozás folytatásának számviteli alapelvének érvényesülése a közüzemi szolgáltatóknál. In: Lentner Cs. (szerk.): *Adózási pénzügytan és államháztartási gazdálkodás*, Budapest: NKE Kiadó 763-85
- Molnár P. (2019a). Az önkormányzati vállalatok működőképessége megyei összehasonlításban. *Területi Statisztika*, 59(3), 273-99, DOI: 10.15196/TS590302
- Molnár P. (2019b). Önkormányzati tulajdonú gazdasági társaságok működőképességének elemzése csődmodellekkel. *Economica (Szolnok)*, 10(3-4), 61-8.
- Nyitrai A. (2016). Dinamikus pénzügyi mutatószámok alkalmazása a csődelőrejelzésben. PhD értekezés, Budapesti Corvinus Egyetem
- Rahman, M., Lambkin, M. (2015). Creating or Destroying Value through Mergers and Acquisitions: a Marketing Perspective. *Industrial Marketing Management*, 46(2), 24-35. DOI: 10.1016/j.indmarman.2015.01.003
- Rahman, M., Lambkin, M., Hussain, D. (2016). Value creation and appropriation following M&A: A data envelopment analysis. *Journal of Business Research*, 69(12), 5628-35 DOI: 10.1016/j.jbusres.2016.03.070.
- Rennebooga, L., Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 58(10), 650-99, DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2019.07.010
- Savović, S. (2016). The Post-Acquisition Performance of Acquired Companies: Evidence from The Republic of Serbia. *Economic Annals*, 61(1), 79-104, DOI: 10.2298/EKA1609079S.
- Takács A. – Ulbert J. – Fodor A. (2020). Have investors learned from the crisis? An analysis of post-crisis pricing errors and market corrections in US stock markets based on the reverse DCF model. *Applied Economics*, 52(20), 2208-18, DOI: 10.1080/00036846.2019.1686114
- Ulbert J. – Takács A. – Posza A., (2019). Az alul illetve túlértékelttség vizsgálata fordított diszkontált cash-flow modellel, *Sigma*, 50(3), 133-49

- Virág M. – Hajdu O. (1998). Pénzügyi viszonyszámok és a csődelőrejelzés. Bankról, pénzről, tőzsdéről. Válogatott előadások a Bankárképzőben 1988-1998. Budapest, 440-457.
- Virág M. – Kristóf T. (2005). Az első hazai csődmodell újraszámítása neurális hálók segítségével. *Közgazdasági Szemle*, 52(2), 144-162
- Virág M. – Nyitrai T. (2006). Iparági rátákon alapuló csődelőrejelzés sokváltozós statisztikai módszerekkel. *Vezetéstudomány*, 37(1), 25-35
- Wish, R. (2010), Versenyjog, Budapest t: Hvg-Oracle
- Yen, T. Y., Andre, P. (2007). Ownership structure and operating performance of acquiring firms: The case of English-origin countries. *Journal of Economics and Business*, 59(5), 380-405, DOI: .1016/j.jeconbus.2007.04.003
- Zéman Z. – Lentner Cs. (2018). The Changing Role of Going Concern Assumption Supporting Management Decisions after Financial Crisis, *Polish Journal of Management Studies*, 18(1), 428-41. DOI: 10.17512/pjms.2018.18.1.33
- Internetes források*
<https://www.hwsz.hu/hirek/60985/emag-extreme-digital-fuzio-gvh-engedelyezes.html>
 Utolsó letöltés:2020.06.27.
<https://www.ksh.hu/docs/hun/xftp/gyor/gaz/gaz1812.pdf> Letöltés ideje:2020.10.12.
https://mfor.hu/cikkek/vallalatok/Uzletatvetelek_rontottak_a_legnagyobb_magyar_uzletlanc_eredmenyet.html
 Utolsó letöltés:2020.06.10.
https://www.mmonline.hu/cikk/egyre_tobb_a_felvasarlas/ Utolsó letöltés:2020.06.10.
 EMIS adatbázis

Kucséber László Zoltán PhD, adjunktus
kucoseber.laszlo@uni-bge.hu

Hegedűs Szilárd PhD, főiskolai docens
hegedus.szilard@uni-bge.hu

*Budapesti Gazdasági Egyetem
Pénzügyi és Számviteli Kar, Pénzügy Tanszék*

ANALYSIS OF ACQUISITIONS IN THE COMMERCIAL SECTOR WITH BANKRUPTCY FORECASTING MODELS

THE AIMS OF THE PAPER

We associate M&A transactions with increasing market share, improved operational efficiency, and the ability to create value, but several foreign studies have shown the failure of M&A transactions, including an increase in the risk of bankruptcy. Every year, a significant number of companies go bankrupt in Hungary, in the non-recession period, as well. The aim of our primary analysis is to examine, how the acquisitions made in Hungary between 2008 and 2016 affected the riskiness of companies, especially regard to their bankruptcy risk. Our secondary goal is connected to the identification of the change accompanied by the financial indicators.

METHODOLOGY

In our work, we examine the cases implemented in the commercial sector by companies subject to licensing by the Hungarian Competition Authority, ie with annual net sales of more than HUF 500 million. Apart from the “outlier” cases, we examine all the cases. The impact of the acquisition is analyzed with 3 bankruptcy models.

MOST IMPORTANT RESULTS

Regarding the non-financial characteristics of the transactions, we found that acquisitions typically take place between competitors, which presupposes strong market competition. This is also supported by the geographical position of the companies: in addition to Budapest, the examined transactions were characterized by companies based in the Great Plain. According to our financial results, the acquisition did not result in any efficiency gains in a significant number of companies, and there was no decrease in the risk of bankruptcy for the examined cases.

RECOMMENDATIONS

The results of our research carried out in Hungarian companies confirm the research published in the international literature, according to which M&A transactions fail in large numbers, adverse effects occur after the transaction: The results of our work may overshadow the well-known benefits and expectations of acquisitions. Based on all this, we recommend the companies planning mergers and acquisitions to take the possible failure of the acquisition into consideration.

Keywords: acquisition, merger, trade, bankruptcy, risk

MELLÉKLET APPENDIX

A vizsgált vállalatok	Székhely (Megye)
ALASZKA Kereskedelmi Kft.	Hajdú-Bihar
Alfi-Ker Kereskedelmi Kft.	Szabolcs-Szatmár-Bereg
Arival Magyarország Járműparkkezelő Kft.	Budapest
Carnet-Invest Zrt.	Budapest
Cenkes16 Kft.	Budapest
COOP Szolnok Kereskedelmi Zrt.	Jász-Nagykun-Szolnok
COPÉ Vagyonhasznosító és Szolgáltató Zrt.	Baranya
Dante International Kft.	Budapest
HANSA-KONTAKT TM Kereskedelmi és Szolgáltató Kft.	Csongrád
Magyar Lapterjesztő Zrt.	Budapest
Nokes16 Kft.	Budapest
Norm Benzinkút Kft.	Budapest
NYÍRZEM NyírségZemplén Coop Kereskedelmi Zrt	Szabolcs-Szatmár-Bereg
Palóc Nagykereskedelmi Kft.	Nógrád
Shell Hungary Kereskedelmi Zrt.	Budapest
UNIÓ COOP Szövetkezeti Kereskedelmi Zrt.	Bács-Kiskun
UNIVER-COOP Kereskedelmi és Szolgáltató Zrt.	Bács-Kiskun
V-Contact Kereskedelmi és Szolgáltató Kft.	Budapest
Vörösvár Kereskedelmi és Szolgáltató Kft.	Budapest

Forrás: Szerkesztés a GVH versenyhatározatainak elemzése alapján