

Kucséber László Zoltán

A határon átnyúló fúziók piaci és pénzügyi jellemzői Magyarországon, a külföldi közvetlen befektetések tükrében

A külföldi társaságok befektetéseinek egyik eszközét a határon átnyúló fúziók és felvásárlások (Cross-Border Mergers and Acquisitions – CBM&A) alkotják. Ennek számszerű bizonyítéka az, hogy amíg az 1990-es évek közepéig ezek értéke az összes külföldi közvetlen befektetés (Foreign Direct Investment – FDI) körülbelül felét tette ki, addig az 1990-es évek egészében a 84 százalékát, 2000-ben pedig már a 100 százalékát adta. Magyarországon ez a trend nem érvényesült ennyire markánsan, ám a szóban forgó arány 2009-ben mégis megközelítette a 100 százalékot. Ebben a tanulmányban nem csupán a CBM&A és az FDI kapcsolatát vizsgálom, hanem tekintetbe veszem a külföldi portfólió befektetéseket is. A Gazdasági Versenyhivatal által engedélyezett 343 CBM&A határozatainak elemzése azt mutatja, hogy összességében több a hasonlóság ezek és az FDI-k között, viszont létezik néhány olyan markáns különbség is, amelyet alátámasztok és kiegészítek a statisztikai eljárásokkal kapott eredményekkel.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: F21

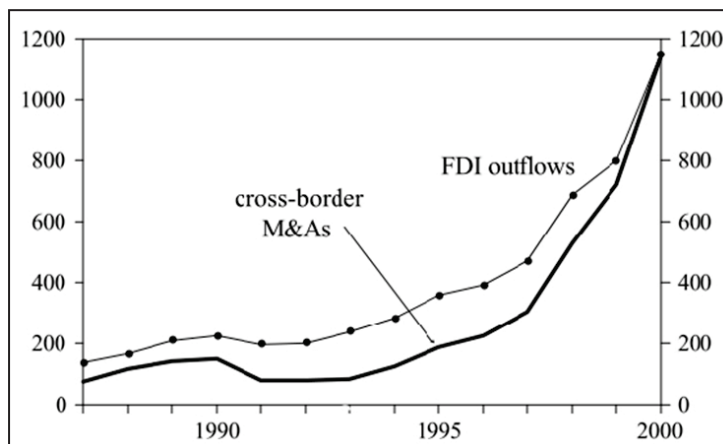
Kulcsszavak: fúziók, felvásárlások, működőtőke-befektetések

A CBM&A-k tartósan az összes M&A egynegyedét képviselik, ugyanakkor a nemzetközi M&A értéke az 1987. évi 75 milliárd dollárról 1999-re 720 milliárd dollárra nőtt, az utóbbi összeg az 1999-ben a világgazdaságban megvalósított összes FDI 81 százalékával volt egyenlő (Csáki 2011:279–280). A zöldmezős beruházások értéke 2011-ben magasabb volt a CBM&A értékénél, ám utóbbiak aránya ismét növekedésnek indult az FDI-n belül (UNCTAD 2012:14).

Ebben a munkában két célkitűzésem van: megvizsgálni, miként jelent meg az említett tendencia Magyarországon; az FDI tükrében elemezni a CBM&A piaci, pénzügyi és területi jellemzőit.

A következő kérdésekre szeretnék válaszolni: A CBM&A-nak milyen piaci, pénzügyi és területi jellemzői léteznek? Milyen eltérései és hasonlóságai mutatkoznak az FDI-vel összehasonlítva?

A globális CBM&A értéke az FDI értékén belül
(milliárd dollár)



Forrás: Kleinert–Klodt (2002:11)

- Milyen kimutatható (szorossági) kapcsolat van az előbbi kettő között?
- A külföldi portfólió befektetések hogyan befolyásolták a CBM&A értékének alakulását?
- A CBM&A értéke mekkora részt képvisel az FDI-ből?

A Gazdasági Versenyhivatal (GVH) határozatai fontos adatokat tartalmaznak, a fuzionáló vállalatok számától kezdve egészen a kiszabott késedelmi bírságokig.¹ A vizsgálódásaimat ezért a hivatal honlapján fellelhető határozatok elemzésével kezdtem. A következő információkat gyűjtöttem: a fúziók működésének ágazati csoportosítása, a fuzionált vállalatok száma, az összefonódás típusa (horizontális, vertikális és konglomerátum), a felvásárló vállalatok székhelyeinek országa. A piaci jellemzők mellett vizsgálom a tranzakciók egyik fontos pénzügyi jellemzőjét, mégpedig a megvásárolt részesedések (üzletrészek és részvények) arányát is, attól függően, hogy korlátolt felelősségű társaságról és részvénytársaságról van-e szó. A vizsgált időszak 1997. január elsejétől 2013. június végéig tart, mert a GVH honlapján csak erre az időszakra találtam a hivatal fúziós eljárása során hozott határozatokat.

Az elemzésem feltáró jellegű, amelynek egyik módszertana az összehasonlítás: az elemzés során kapott eredményeket összevetem az FDI magyarországi jellemzőivel is, amelyek választ adnak az említett kérdéseimre.

¹ „A vállalkozások összefonódásához a Gazdasági Versenyhivaltól engedélyt kell kérni akkor, ha valamennyi érintett vállalkozás-csoport, valamint az érintett vállalkozás-csoportok tagjai és más vállalkozások által közösen irányított vállalkozások előző üzleti évben elért nettó árbevétele együttesen a tizenöt milliárd forintot meghaladja, és az érintett vállalkozás-csoportok között van legalább két olyan vállalkozás-csoport, melynek az előző évi nettó árbevétele a vállalkozás-csoport tagjai és más vállalkozások által közösen irányított vállalkozások nettó árbevételeivel együtt ötszázmillió forint felett van.” (1996. évi LVII. törvény a tisztességtelen piaci magatartás és a versenykorlátozás tilalmáról; 24. § (1) bekezdés.)

A külföldi közvetlen befektetés a tőkének egy külföldi ország gazdaságában való befektetését jelenti olyan vállalkozás formájában, amelyet a tőke tulajdonosai, illetve megbízottja közvetlenül irányít (*Benczes és szerzőtársai 2009:282*). Az FDI fő megjelenési formái a zöldmezős és a barnamezős beruházások, valamint a határon átnyúló M&A-k (*Kaderják 1996*). Szintén FDI-nek tekinthetjük a külföldi tulajdonban lévő leányvállalatok felvásárlásait. Erre találhatunk utalást Krugman és Obstfeld FDI² fogalmában is: „A külföldi tőke olyan típusú nemzetközi tőkeáramlás, amelynek során az egyik országbeli cég egy másik országban leányvállalat alapításával terjeszkedik. Ez azonban nemcsak a források transzferálását jelenti, hanem az ellenőrzés megszerzését is. Ez azt jelenti, hogy a leányvállalatnak nem csupán egyszerű pénzügyi kötelezettsége van az anyavállalat felé, hanem egyúttal ugyanannak a szervezeti struktúrának a része” (*Krugman–Obstfeld 2008:163*). Ez a választott témám szempontjából azt jelenti, hogy a CBM&A-ként számon tartott esetek vizsgálatát ki kell terjesztenem a külföldi leányvállalatok által végrehajtott M&A esetekre is.

A vizsgálat fókuszában az ötödik hullám: megjelennek a CBM&A-k

A vállalati fúziós folyamatok történetében a szakirodalom úgynevezett fúziós hullámokat különböztet meg. Az első hullám 1880 és 1904 között zajlott, amelyet a horizontális tranzakciók magas aránya jellemezett. A következő hullám -1929ig, a nagy gazdasági világválságig tartott, amikor is a vállalatok már a teljes értéklánc feletti ellenőrzésre törekedtek. A harmadik hullám csak -1965ben kezdődött és mindössze -1969ig tartott. Ezt a rövid periódust a különböző iparágak gazdasági recessziós periódusainak harmonizálása jellemezte. A negyedik hullámot, amely 1984 és 1989 közötti időszakban zajlott, a spekulációs felvásárlások nyereségeinek realizálása jellemezte. A 2000-es években már az ötödik hullámról beszélhetünk, amelynek a legfontosabb ismertetőjegye a CBM&A magas aránya (*Balogh 2006:20*). Ahogyan a 2. ábra is mutatja, ez a trend megtörik, ugyanis 2007-ről 2008-ra globálisan 29 százalékos, az Európai Unióban pedig 53 százalékos csökkenés történt.

A határon átnyúló és az országhatáron belül létrejött fúziók között csupán egy különbség van: a CBM&A esetén a felvásárló külföldön honos vállalat. A többi jellemvonás azonban megegyezik a nemzetgazdaságon belül létrejött fúziókéval. Az 1996. évi LVII. törvény a tisztességtelen piaci magatartás és a versenykorlátozás tilalmáról³ a következőképpen fogalmazza meg a fúziót: „Vállalkozások összefonódása (koncentrációja) jön létre, ha két vagy több előzőleg egymástól független vállalkozás összeolvad, vagy egyik a másikba beolvad, vagy a vállalkozás része a vállalkozástól független másik vállalkozás részévé válik.”

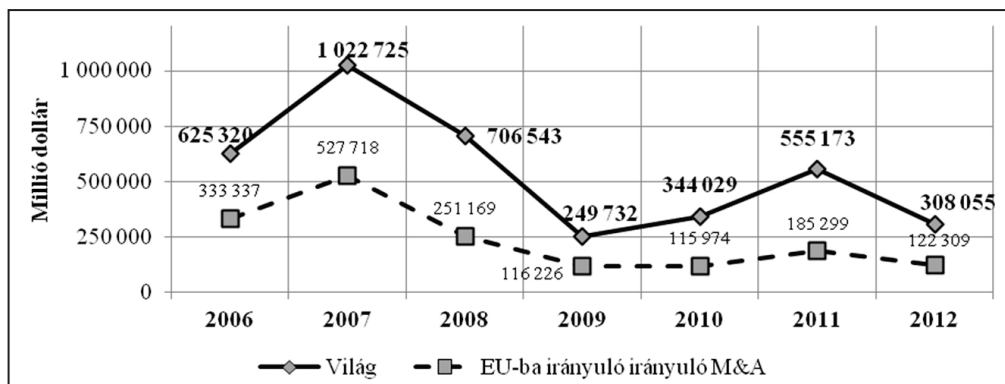
Itt meg kell említeni a részvénycserés lebonyolítási módot. A céltársaság részvényesei a felvásárlótól az ellenértéket nemcsak készpénzben, különböző értékpapírokban, hanem a felvásárló vállalat részvényeinek formájában is megkaphatják. Ezáltal a célvállalat

² A magyar szakirodalom gyakran használja az FDI szinonimájaként a külföldi működőtőke-befektetések vagy a külföldi tőkebefektetések kifejezéseket is (de a befektetések kifejezést is – helytelenül – leszűkíti a beruházás megnevezésére). Ebben a munkában mindvégig FDI = külföldi közvetlen befektetések.

³ Utolsó módosítása 2013. 02. 01.

2. ábra

A CBM&A értéke globálisan és az EU-ban (millió dollár)



Az UNCTAD (2013) adatai alapján szerkesztve

részvényesei a felvásárló vállalat részvényeseivé, fúzió esetén pedig a létrejövő új társaság tulajdonosaivá válnak a felvásárlók mellett (Bélyácz 2009:462). Ezt a folyamatot jól szemlélteti a következő példa: a Waberer's Logisztika Kft. 2012-ben megszerezte a Szemerey Transport Fuvarozási és Szállítványozási Zrt. 75%+1 szavazati jogot biztosító részvényeit, ezzel egyidejűleg a céltársaság is megszerezte a Waberer's Logisztika Kft. üzletrészének 40 százalékát (GVH 2012).

A fúziók lehetnek barátságos összeolvadások és ellenséges vállalatfelvásárlások is. Előbbiről akkor beszélünk, ha a tranzakciót mindkét fél támogatja, utóbbiról pedig akkor, amikor a célvállalat elutasítja a fúziót (David 2011:190).

A fúziók létrejöttének sok oka van: méret- és választékgazdaságosság elérése, iparágból történő kivonulás, irányítási hatékonyság, növekvő piaci erő. Copeland és Weston (1988:677) a fúziót mint az egyik legfontosabb szerepet játszó tényezőt említi a vállalatok növekedésében. Katits (2010:155) a felvásárlásokat és az összeolvadásokat a vállalati kríziskezelés egyik típusaként, a vállalati válságból kivezető lehetséges kiutak közé sorolja.

A CBM&A tranzakcióknak pozitív gazdasági hatásai vannak, többek között az egyik legfontosabb az, hogy elősegítik a gazdasági növekedést. Neto és szerzőtársai 53 országot vizsgáltak 1996 és 2006, Calderón és szerzőtársai pedig 21 iparosodott országot 1987 és 1999 között. Azt az eredményt kapták, hogy egyrészt a gazdasági növekedés pozitív hatást gyakorol a CBM&A tranzakciók létrejöttére, másrészt a külföldi befektetések e típusának is pozitív hatása van a gazdasági növekedésre (Calderón és szerzőtársai 2002:14; Neto és szerzőtársai 2010:24). Az M&A szignifikáns előnyökhöz juttathatja a fogadó országokat a technológia és a know-how transzfer szempontjából is (UNCTAD 2013). További pozitívum, hogy ha a külföldi befektető működésképtelen, csőd szélén álló vállalatot vesz át, akkor a cég reorganizációjának segítségével elkerülhető a vállalkozás teljes felszámolása.

Az előnyök mellett azonban két hátrányt is meg kell említeni:

1) Folyamatosan fennáll a veszély: a külföldi befektető csak azért vesz át egy hazai céget, hogy annak tevékenységét beszüntesse, s így teremtse piacot saját termékei számára, illetve a piaci versenyt csökkentse, kiküszöbölje (Lőrinczné 2004:427).

2) A fúziók és felvásárlások egyik negatív következménye a létszámleépítés. Az Ernst &

Young és a GKI által 2001-ben megkérdezett 60, fúzióan átesett társaságnál átlagosan 160 főt, a 62 felvásárlásban részt vett vállalatnál pedig átlagosan 224 főt bocsátottak el (Csáki és szerzőtársai 2001:19–23).

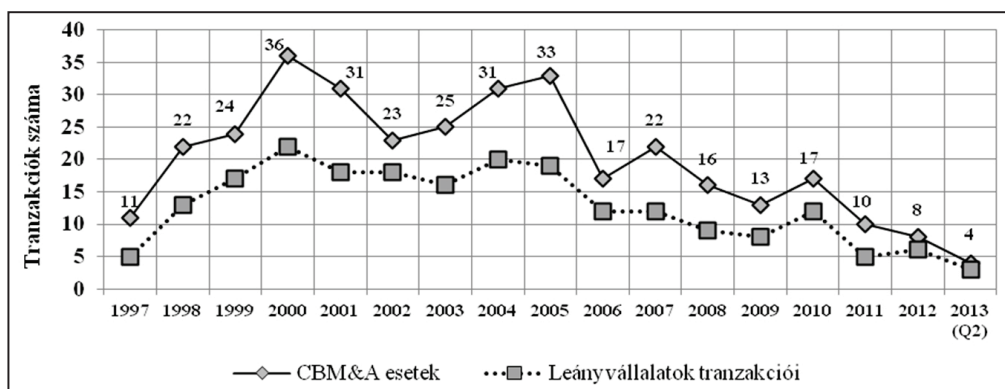
A CBM&A jellemvonásai Magyarországon, az empirikus eredmények tükrében

Eddig közreadtam szakirodalmi hivatkozásokkal a CBM&A általános jellemzőit. Itt ismertetem az általam összeállított adatbázis vizsgálatával kapott eredményeket.

A vizsgált bő másfél évtizedben 343 esetben történt CBM&A, azaz évente átlagosan 20-at regisztráltak. A 3. ábra közli az 1997. év január elsejétől 2013. év június végéig lezajlott tranzakciókból külön azokat is, amelyeket a leányvállalatok hajtottak végre.

3. ábra

A CBM&A alakulása Magyarországon (darab)



A GVH adatai alapján szerkesztve

Az adatok szerint 1997-től egészen 2000-ig folyamatos növekedést figyelhetünk meg, ám ezután trendforduló következett, s 2002-ig érdemben csökkent a CBM&A-k száma. Ezt követően 2005-ig újra növekedést mértek, majd a következő évet ismét számottevő, 49 százalékos visszaesés jellemezte, s egészen a vizsgált időszak végéig csökkenő tendencia érvényesült.

A bevezetésben is utaltam már arra, hogy a CBM&A-kon belül megkülönböztetünk külföldi leányvállalatok által végrehajtott fúziókat és felvásárlásokat is. A vizsgált 343 esetből 213 volt ilyen.⁴ A 3. ábrán megfigyelhetjük azt is, hogy a határon átnyúló és a külföldi leányvállalatok által kötött tranzakciók esetén hasonló trendek érvényesültek. A vizsgált időszakban összesen 821 cég vett részt fúzióban és felvásárlásban, ebből 424 volt céltársaság, 297 esetben egyetlen vállalatot, míg 45 alkalommal 2–7 vállalatot vásároltak fel. Egyetlen olyan eset történt 2004-ben, amikor 3 francia ingatlanhasznosító cég egyszerre 12 vállalatot vásárolt fel az ország minden területéről.

⁴ A vizsgálat során egyedül a felvásárló vállalatok székhelyeinek feltárásakor vizsgáltam külön csoportként a leányvállalatok tranzakcióit.

A CBM&A piaci jellemzői

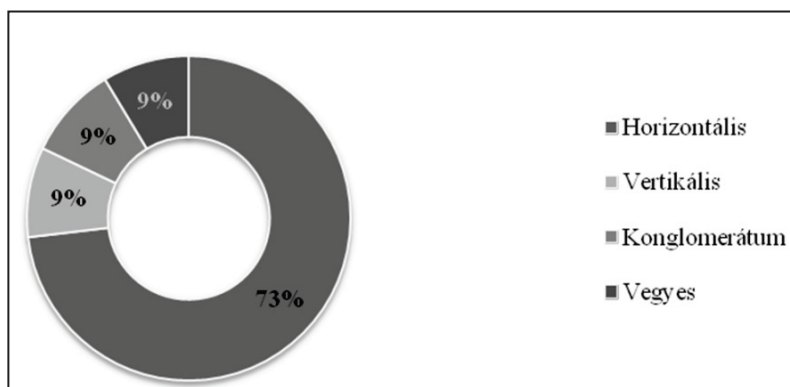
Az FDI lehet horizontális, vertikális és konglomerátum típusú is. A horizontális FDI esetében a vállalatok az egész termelési folyamatot exportálják abból a célból, hogy termelésük közelebb legyen a célpiachoz. A vertikális esetben a vállalat csak azokat a termelési lánc elemeket allokálja, amelyeknél a termelési költségek alacsonyabbak lesznek. Az FDI megvalósulásának harmadik módja a konglomerátum típusú M&A tranzakció, amely elősegítik a piaci kockázatok diverzifikációját és növeli a méretgazdaságosságot (EU 2006:19).

A szakirodalom a fúziókat és felvásárlásokat az FDI-hez hasonlóan csoportosítja. Horizontális fúzióról beszélünk, ha olyan vállalatok egyesülnek, amelyek egymással helyettesíthető termékeket és szolgáltatásokat állítanak elő. A vertikális fúziók olyan vállalatok között történnek, amelyek az ellátási láncok különböző szintjein működnek. Végül konglomerátum típusú fúzióról beszélünk, amikor nem egy ágazatba tartozó, hanem eltérő jellegű vállalatokat egyesítenek (Bishop-Walker 2010:374). Mindhárom típust a vállalkozások lehetséges külső növekedési irányainak tekintjük. A nemzetközi szakirodalomban utalást találunk a horizontális típusú tranzakciók dominanciájára: „A horizontális CBM&A tranzakciók száma 1986 és 2005 között 45,1 és 51,5 százalék között stagnált. Ha a tranzakciók értékét vesszük alapul, akkor már nagyobb, 46,7 és 73 százalék közötti volatilitást tapasztalhatunk” (Brakman és szerzőtársai 2006:7).

A GVH határozataiban általában elemzi a tranzakciók várható piaci hatásait. Ha a hatás nem azonosított a versenyre vonatkozó semmilyen káros hatást, akkor nem közölt több információt a tranzakciók piaci jellemzőiről. Ezekben az esetekben egyesével kellett vizsgálnom a fuzionálni szándékozó társaságok termék- és szolgáltatáskínálatát, valamint tevékenységét. A következő eredményeket kaptam: a vizsgált esetek 73,1 százalékában, vagyis 245 alkalommal horizontális jellegű volt a tranzakció. Mindössze 9 százalékos volt az aránya a vertikális felvásárlásoknak és a konglomerátumoknak is. E mellett a vizsgált időszakban 29 olyan tranzakció is köttetett, amelyeknek horizontális, vertikális és/vagy konglomerátum jellegűk egyaránt volt (4. ábra).

4. ábra

A CBM&A típusai



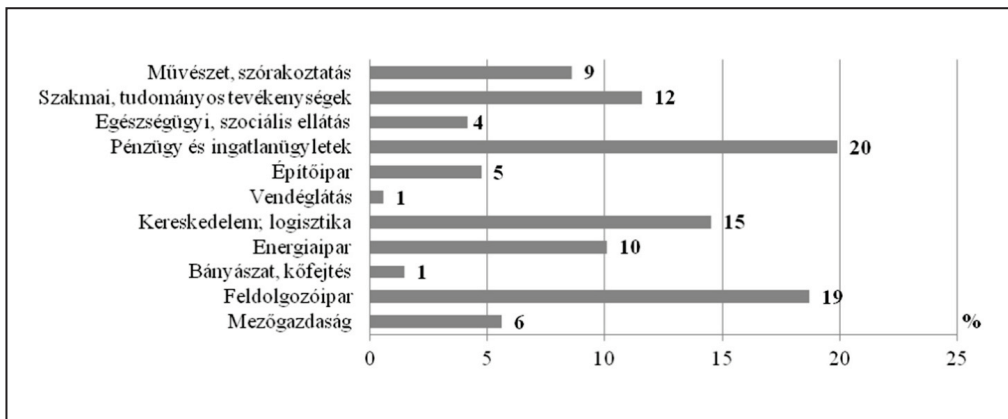
A GVH adatai alapján szerkesztve

A magyar horizontális tranzakciók aránya meghaladja a külföldi 45,1–51,5 százalékos értékeket. Ez az eredmény azt is jelezheti és jelentheti, hogy a felvásárlás csupán piacszerzés miatt történhetett.⁵

Mivel a CBM&A esetek piaci jellemzőit szeretném feltárni, az ágazati jellemzőket sem hagyhatom figyelmen kívül. A GVH fúziós eljárásának egyik kulcstényezője az úgynevezett érintett termékpiacok⁶ meghatározása. A hatóság a piaci koncentrációs vizsgálatot csak ezeken az érintett termék- és szolgáltatáspiacokon végzi el. Az ágazati csoportosítás érintett piacok szerint történő vizsgálata túl széles skálát lett volna. A besorolást ezért a 2008. évi TEÁOR szerint végeztem, amely jelenleg 17 ágazatot tartalmaz. A vizsgálatomhoz ez továbbra is túl sok kategóriát jelentett, ezért 4 ágazatot (közigazgatás; egyéb szolgáltatás; háztartás munkaadói tevékenység; területen kívüli szervezet) kihagytam, néhány továbbit pedig integráltam más hasonló jellegű ágazatokhoz, így 11 csoport alakult ki (5. ábra).

5. ábra

A CBM&A ágazati eloszlása (%)



A GVH adatai alapján szerkesztve

Az 1970-es évek előtt – világszinten – az FDI jelentős része a primer szektorba (például a bányászatba) irányult. Akkortól azonban a feldolgozóipar (motorgyártás, elektronika, számítástechnika) vált az elsődleges célponttá, 1985-ben pedig az FDI nagyobb része már a szolgáltató szektorban (a pénzügyi, kereskedelmi, telekommunikáció ágazatban) realizálódott (Dicken 1998:49). Az általam végzett vizsgálatok eredményei azt mutatják, hogy ez az ágazati szerkezet alakult ki Magyarországon is: a legnagyobb (20 százalékos) részesedése a pénzügyi, biztosítási és ingatlanügylek ágazatnak van, míg a második helyen (19 százalékkal) a feldolgozóipar áll. Ezt követi a kereskedelem, logisztika. A legkevesebb tranzakció a vendéglátás és a bányászat területén valósult meg.

⁵ Ennek a feltételezésemnek az alátámasztására további vizsgálatok lennének szükségesek. Itt meg lehetne vizsgálni, a felvásárolt, egyesült vállalat hogyan és meddig működött, vajon még működik-e.

⁶ „Az összefonódással érintett piacoknak minősülnek mindazok a piacok, amelyeken az összefonódás valamely (akár közvetlen, akár közvetett) résztvevője piaci tevékenységet fejt ki” (GVH 2011).

Az eredményeket összehasonlítottam az FDI ágazati jellemzőivel is. A célágazatokat tekintve Magyarországon a legtöbb FDI a feldolgozóiparban (15 százalék), a kereskedelemben, az ingatlan és az energiaágazatban realizálódott (NMIKK 2012a). Tehát több hasonlóság is mutatkozik (feldolgozóipar, kereskedelem magas aránya), ennek ellenére megállapítható: a CBM&A esetén az energia, a pénzügyi és az ingatlan ágazat részaránya magasabb az FDI-éhez képest.

A CBM&A pénzügyi jellemzői

Az empirikus vizsgálat folytatásában a CBM&A pénzügyi jellemzőjével foglalkozom, ugyanis a GVH határozataiban nyilvánosságra hozza a tranzakciókkal kapcsolatos pénzügyi jellemzők közül a megvásárolt üzletrészek és részvények százalékos arányát. E részesedések felmérése képet adhat a külföldi befektetők magyarországi céljairól, terveiről, mivel például a szavazati többség megszerzésének célja hosszú távú jelenlétet feltételez.

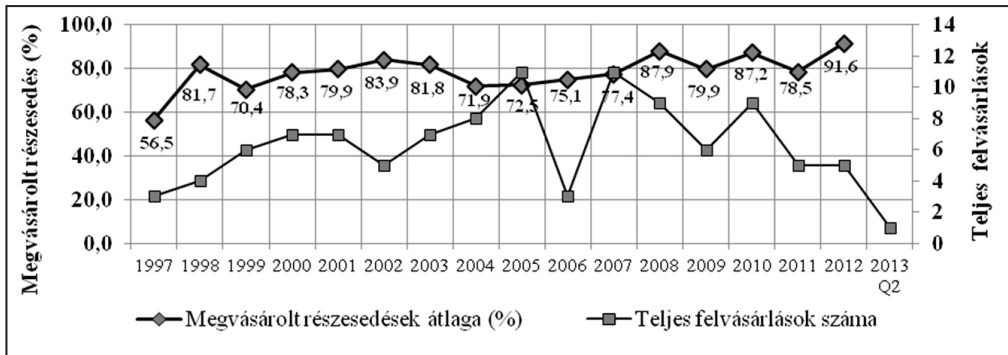
Először nézzünk néhány adatot a nemzetközi szakirodalomból. A világban a CBM&A-nak csupán 3 százaléka volt fúzió 1999-ben. Az esetek felében a teljes vállalatot felvásárolták (Calderón és szerzőtársai 2002:6). „Általánosságban a vállalati részvények nagy hányadát – átlagosan 75,5 százalékát – vásárolják fel a tranzakciók során, ami a felvásárolt vállalatban többségi részesedéshez (átlagosan 80,1 százalék) vezet. Ez azt jelzi, hogy a felvásárlók többsége már kapcsolatban volt azzal a céggel, amelyet felvásárolt.” (Brakman és szerzőtársai 2006:5).

A magyar értékek a nemzetköziekhez hasonlóan alakulnak: a felvásárlók átlagosan 77,7 százalékot szereztek a céltársaságokban. További hasonlóság, hogy a felvásárló a magyar esetek nagy részében is kapcsolatban volt már korábban a céltársasággal. A legalacsonyabb megvásárolt érték 0,01 százalék. Erre 2004-ben került sor, amikor a Heidelberg Cement Central Europe East Holding BV⁷ ezzel a tranzakcióval emelte 50,01 százalékra részesedését a Duna-Dráva Cement Kft.-ben. A céltársaságból 21 esetben 50 százalékos, 32 alkalommal ennél alacsonyabb részesedéshez jutottak, s 85 ízben szereztek 50 és 100 százalék közötti többségi hányadot. A GVH a határozataiban nem mindig tüntette fel a százalékos értéket: 95 tranzakciónál a határozat nem tartalmazott számszerű információt. Ezekben az esetekben üzletágot 17, gyárat 6, üzlethelyet 7 alkalommal vásároltak. A nemzetközi tapasztalatokhoz hasonlóan a fúziók száma csekély, mindössze 8 ilyenre akadt példa.

Az 6. ábra egyrészt azt mutatja, hány alkalommal szereztek meg a célvállalatok egészét, másrészt pedig a célvállalatok átlagosan megvásárolt részesedéseinek alakulását szemlélteti.

⁷ BV = *Besloten Vennootschap met beperkte aansprakelijkheid* – holland társasági forma, amelynek a kft. a magyar megfelelője.

Az átlagosan megvásárolt részesedések és a teljes felvásárlások alakulása



A GVH adatai alapján szerkesztve

Mint kitűnik, a legalacsonyabb értéket 1997-ben (56,5 százalék), a legmagasabbat pedig 2012-ben (91,6 százalék) regisztrálták. A vizsgált időszakban nincsenek nagy kilengések a céltársaság által megvásárolt részesedések alakulásában. Az átlagos érték – az említett minimumtól és a maximumtól eltekintve – 70 és 90 százalék között ingadozik. Kiemelten vizsgáltam a teljes vállalatfelvásárlásokat. Az 1997 és 2005 közötti periódust, egyetlen év kivételével, fokozatos növekedés jellemezte. A 2006-os mélypontot (3 tranzakció) követő évben ismét megugrott a felvásárlások száma, ám azt követően csökkenő trend rajzolódott ki. Az évente átlagosan megvásárolt részesedések nagysága eközben enyhén növekedett, ellentétben a 100 százalékos felvásárlásokkal, ami a gazdasági krízis hatásaival magyarázható. A befektetők valószínűleg csak a szavazati többséget biztosító tulajdoni hányad megszerzésére törekedtek. A válságot követően a teljes vállalatfelvásárlások is újra növekedésnek indulhatnak.

A CBM&A térbeli jellemzői

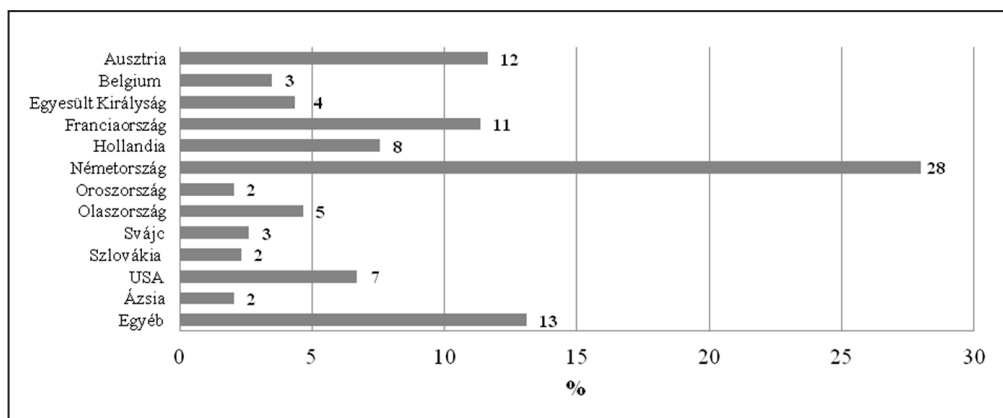
Ebben a részben a CBM&A területi jellemzőit veszem górcső alá, mint amilyen például a tranzakciókat végrehajtó külföldi társaságok székhelye. Az eredmények ismertetése előtt nézzük meg az FDI térbeli eloszlásának irányát. „Perverz tőkeáramlásnak is szokták nevezni azt a folyamatot, amelyben a deficitesebb fizetési mérlegű országok legfőbb finanszírozóivá a folyó fizetési többlettel rendelkező feltörekvő országok váltak” (Gál 2010:242). Az Európai Unión belül azonban a volt szocialista országok nettó FDI importőrök, míg az északi és a nyugat-európai országok nettó FDI exportálók (Molle 2001:548). Ez az utóbbi trend érvényesült Magyarországon is, ugyanis az FDI nagy hányada 2003-ban Németországból (29,2 százalék), valamint Hollandiából és Ausztriából származott (Meskó 2005:23).

Napjainkban nem könnyű meghatározni a multi- és transznacionális vállalatok székhelyének országát, amit a következők idézett magyarázatok is alátámasztanak: „A legnagyobb transznacionális társaságok alapvető funkcióik (pénzügyek, értékesítési bázisok, menedzsment, stb.) nemzetközi szétterítésével több bázisországgal is kapcsolatba kerülhetnek, részvényeseik is sokkal nemzetközibbek. A globalizációs folyamat is módosította a hagyományos nemzeti lobogó jelentőségét a bázisországok kormányai és a társaságok viszonyában” (Simai 2007:326).

A GVH legtöbb határozata nagyrészt tartalmazza ezt az információt, de az esetek közel 40 százalékában ez nem volt hozzáférhető, mire úgy döntöttem, felkeresem az érintett vállalatok központi honlapját. Az eredményeket a 7. ábra szemlélteti.

7. ábra

A felvásárló társaságok székhelyeinek megoszlása (%)



A GVH adatai alapján szerkesztve

A tranzakciók 76 százalékában a felvásárló vállalat székhelye valamelyik európai országban található. A százalékos megoszlást tekintve Németország (28), Ausztria (12), Franciaország (11) és Hollandia (8) vezeti a sort. Az Európán kívüli esetekben a felvásárló cégek 7 százaléka származott Amerikai Egyesült Államokból, az ázsiai kötődésű felvásárlások száma minimális (11 darab) volt.

Folytassuk az elemzést a CBM&A térbeli megjelenésének különböző régiók szerint történő vizsgálatával. Ahogy a bevezetőben már említettem, a külföldi leányvállalatok által lebonyolított tranzakciókat is CBM&A-nak tekintjük. Eddig a 343 esetet együtt kezeltem, ám most csak a leányvállalatok által végrehajtott tranzakciókat vizsgálom, így információkat kaphatok a CBM&A magyarországi területi jellemzőiről.

A GVH a fúziós eljárások során vizsgálja a tranzakcióban résztvevő felek érintett földrajzi piacait⁸ is. A tranzakciók létrejöttének földrajzi meghatározására ez a típusú kategorizálás nem megfelelő módszer. A vizsgálat közben ezért a külföldi leányvállalatok székhelyeit gyűjtöttem, amelyeket régiók szerint 7 csoportba soroltam (a Közép-Magyarország régiót összevontam Budapest fővárossal). Az 1. táblázat jól szemlélteti azt, hogy -2000ben az esetek 73 százalékában, 2009-ben 83 százalékában a felvásárló vállalatok székhelye Budapesten, a Közép-Magyarország régióban található. A Szeged központú Dél-Alföld régió értékei mindkét vizsgált évben kiemelkednek a mezőnyből; 2009-ben a budapesti régió kivételével csak itt történt CBM&A tranzakció.

⁸ „A földrajzi terület meghatározásánál központi kérdés az, hogy az érintett termékek milyen más földrajzi területről származó termékekkel helyettesíthetők. (...) Releváns földrajzi terület az, amelyen kívül nem, vagy csak számottevően kedvezőtlenebb feltételek mellett lehetséges az árut beszerezni/értékesíteni” (GVH 2010).

A 2000. évben az FDI 68 százaléka Budapesten, 11 százaléka a Nyugat-Dunántúl, 7 százaléka a Közép-Dunántúl régióban realizálódott, míg a többire csupán 3–4 százalék jutott (1. táblázat). Az arányok 2009-re alig változtak: néhány régió kivételével nincsenek jelentős különbségek a kapott eredmények és az FDI területi jellemzői között (NMIKK 2012b). A külföldi befektetők CBM&A esetén is elsősorban a budapesti vállalatokat célozták meg. 1. táblázat

Az FDI és a CBM&A regionális eloszlása (%)

Régiók/Év	2000		2009	
	FDI	Leányvállalatok székhelyei	FDI	Leányvállalatok székhelyei
Budapest	68,0	73,0	68,0	83,0
Észak-Alföld	4,0	0,0	4,0	0,0
Közép-Dunántúl	7,0	5,0	9,0	0,0
Dél-Alföld	3,0	14,0	3,0	17,0
Észak-Magyarország	5,0	5,0	3,0	0,0
Nyugat-Dunántúl	11,0	0,0	12,0	0,0
Dél-Dunántúl	2,0	5,0	1,0	0,0

A GVH és a Német–Magyar Ipari és Kereskedelmi Kamara adatai alapján szerkesztve

A CBM&A az FDI eszköze?

A globalizációs folyamatban az M&A növekvő fontosságát a legszembetűnőbben az FDI szerkezetében figyelhetjük meg. Az M&A tranzakciók domináns stratégiává váltak a globális versenyben. Ez azt jelenti, hogy a külföldi befektetők körében a CBM&A megbízható és kedvelt eszköz egy másik országba történő befektetésre. Vajon igaz ez Magyarországon esetében is? – tettem fel a kérdést. A vizsgálat megkezdése előtt azonban figyelembe kellett venni, hogy ez az összefüggés bonyolultabb lesz; amint arra Szentés (1995:449) is felhívja a figyelmet, a CBM&A és az FDI alakulása természetesen összefügg egymással, de nem feltétlenül esik egybe. A fúziók és a felvásárlások végbemehetnek olyan tranzakciók révén is, amelyek nem tartoznak az FDI kategóriájába, mint például a portfólió befektetések. A vizsgálatok során ezért a külföldi portfólió befektetések tendenciáját is figyelembe veszem, illetve bevonom adatsorát egy többváltozós korrelációs számításba is.

Mielőtt rátérek a konkrét eredmények ismertetésére, tekintsük át a külföldi portfólió befektetések jellemzőit szakirodalmi hivatkozások alapján.

Csáki a következőképpen adja meg a portfólió befektetések fogalmát: „Az ellenőrzést nem biztosító részvényhányadra irányuló befektetéseket (legyenek azok 10 százaléknál kisebbek vagy akár nagyobbak) portfólió befektetéseknek nevezzük.” (Csáki 2011: 227).

- A portfólió befektetésekhez sorolhatjuk a különböző államkötvényeket, a nemzetközi szervezetek által kibocsátott kötvényeket, részvényeket (ellenőrzési jogot nem biztosító mértékig), egyéb értékpapírokat (váltó, letéti jegy stb.) (Gandolfo 2004:113).
- A külföldi portfólió befektetések erősíthetik a hazai tőkepiacokat és javíthatják azok működését. Ez vezet a tőke kedvezőbb allokációjához és az erőforrások optimálisabb elosztásához a hazai gazdaságban. E befektetések növelik a hazai tőkepiac likviditását is. Ahogy a piacok egyre likvidebbé válnak, úgy lesz finanszírozható a befektetések

még szélesebb köre. Az induló vállalkozások nagyobb eséllyel jutnak kezdőtőkéhez. A megtakarítóknak több lehetőségük lesz portfóliójuk kezelésére (Kimberly 2002:2).

- A közvetlen tőkebefektetéssel szemben a csekély hányadot kitevő portfólió befektetés esetén a vásárló nem akar és nem is tud érdemlegesen részt venni a vállalat irányításában, az üzleti döntésekben, ezzel kapcsolatban nem vállal magára felelősséget és költségeket (Bock–Misz 2006:160).

Azt látjuk tehát, hogy egyrészt az FDI és a portfólió befektetések egyik megkülönböztető ismérve az, mekkora hányadot vásárolnak fel a céltársaság tulajdonosi részéből. Általában FDI-nek tekintik az üzletrészek, részvények 10–15 százalékos megszerzését is. „Azt azonban nehéz megmondani, hogy mekkora az a minimális tőkebefektetés, ami már direkt befektetésnek minősül, ebben nemzetközileg sincsen egységes álláspont” (Tóth 2011:2). Vagyis a kettő között nincsen éles határvonal, és a jövőben még nehezebb lesz különbséget tenni: „A legutóbbi évek innovációjának tekinthető az is, ahogyan a portfólió befektetések külföldi közvetlen befektetéssé konvertálhatók, s mintegy 50 százalékuk annak is tekinthető” (Gál 2010:547). A jelen munkában történő összehasonlítás és vizsgálat eredményeit ilyen értelmezési probléma nem torzíthatja, ugyanis nem az egyes államok, hanem nemzetközi szervezetek adataiból dolgoztam. Másrészt viszont ugyanolyan fontos az a kérdés, hogy a megvásárolt részesedés milyen irányítási pozíciót eredményez a céltársaságban. A CBM&A pénzügyi jellemzőjénél bemutatott 0,01 százalékos befektetés (Duna-Dráva Cement Kft.) bőven 10 százalék alatti nagyság, viszont a felvásárló irányítási jogot szerzett a tranzakció révén.

Térjünk rá vizsgálatom részleteire és eredményeire. A Magyarországra beáramlott FDI értékének adatsora a KSH és az UNCTAD⁹ adatbázisokból, a külföldi portfólió befektetések adatai a Nemzetközi Valutalaptól származnak. A CBM&A tranzakciók értékei szintén az UNCTAD adatai, míg a tranzakciók számát a GVH határozatainak elemzése alapján állítottam elő. Mivel a vizsgált adatsorok nem normális eloszlásúak, ezért a statisztikai számítások során a nem paraméteres Spearman féle korrelációs számítást alkalmaztam. A munkát többváltozós korrelációs számítással kezdtem, amelynek során nemcsak az FDI és a CBM&A értékének változása közötti kapcsolatot mértem, hanem vizsgáltam a külföldi portfólió befektetések közvetett hatását is. Itt azt az eredményt kaptam, hogy az FDI és a CBM&A között pozitív irányú, de gyenge (0,305) a kapcsolat. A CBM&A és a portfólió befektetések között pedig nem volt korrelációs kapcsolat. Ezután parciális korrelációs számítással kiszűrtem a portfólió befektetések hatását. A harmadik változótól megtisztított korreláció értéke 0,665, ami erősebb kapcsolatot jelzett, mint a többváltozós számítás során kapott eredmény, viszont a statisztikai vizsgálatok eredményei nem szignifikánsak (2. táblázat). A számítást elvégeztem a CBM&A tranzakciók számával is. Az eredmények hasonlóak az előbbi vizsgálatok outputjaival.

⁹ „A határokon átnyúló felvásárlások és fúziók értékadatait egy speciális szervezet, az UNCTAD biztosítja. Ezek az adatok azt is tartalmazzák, ha egy külföldi leányvállalat a befogadó országban bejegyzett céggel egyesül. A külföldi befektető aktíváinak értéke az általa tulajdonolt leányvállalaton keresztül ekkor tovább emelkedik” (Lőrinczné 2004:458).

A parciális korrelációs számítás eredménye

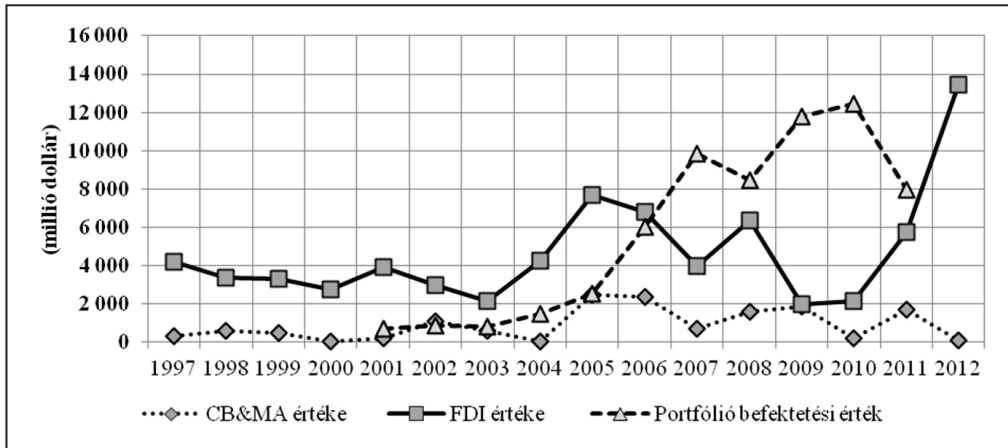
Kontrollváltozó		FDI értéke	CBM&A értéke
Portfólió befektetések	FDI értéke	Spearman féle korreláció	1,000
		Szignifikancia (kétoldalú)	–
		df	0,000
	CBM&A értéke	Spearman féle korreláció	0,665
		Szignifikancia (kétoldalú)	0,051
		df	7,000

A GVH adatai alapján szerkesztve

A 8. ábra grafikusán szemléltetve is alátámasztja a korrelációs vizsgálatból származó eredményeket.

8. ábra

Az FDI, a CBM&A és a portfólió befektetések alakulása Magyarországon
(millió dollár)



A GVH adatai alapján szerkesztve

Magyarországon 1997 és 2003 között évente átlagosan 2,55 milliárd dollár FDI realizálódott. Az ezt követő két esztendőben jelentős növekedés történt; 2005 és 2011 között folyamatos „hullámzások” figyelhetünk meg, 2012-ben azonban ez a trend megtörik, s az FDI eléri a legmagasabb (13,47 milliárd dolláros) értéket (KSH 2012). Itt észrevehetjük azt, hogy az FDI és a CBM&A értéke 1997 és 2008 között hasonló módon változott, 2009-től azonban a változás irányai teljesen eltérőek. A vizsgált ismérvek között időszakosan előfordulhat szoros korreláció és korrelálatlanság egyaránt (2009-től éppen ellenkező irányban történt növekedés, illetve csökkenés). Tehát az FDI alakulását nem követi a CBM&A értékének változása.

A portfólió befektetések hazánkban 2001-ben 682 millió dolláros értéket értek el; ez után fokozatos növekedés zajlott, majd a 2005. évi 2,51 milliárd dollárról 2006-ra 6,01 milliárdra ugrott fel az értékük. A további bővülés egészen 2010-ig folytatódott, s akkor érte el a maximumát, 12,42 milliárd dollárral. A legtöbb portfólió befektetés a vizsgált időszakban Luxemburgból és az Egyesült Államokból érkezett (*IMF 2013*). Hasonlóságok léteznek a portfólió befektetések és a CBM&A értékeinek tendenciái között is. A kettő között hasonló trend érvényesült a 2001 és 2005 közötti időszakban, akkortól azonban a CBM&A-k értéke nem követte a portfólió befektetések értékeinek változását. Ebből (és a kapott korrelációs eredményekből) arra következtettek, hogy utóbbiak csak csekély mértékben befolyásolják a CBM&A tranzakciók értékének alakulását.

Végül nézzük meg azt, hogy a CBM&A értéke mekkora hányada az FDI-nek. Ahogy a bevezetőben ismertettem, a világban ez a hányad egyre nő, s már 2000-ben megközelítette a 100 százalékot. Alapvetően ez a trend Magyarországon nem volt jellemző. E ráta 1997 és 2012 között csupán 22 százalékra rúgott; egyedül 2009-ben közelítette meg a 100 százalékot, de volt öt olyan év is, amikor 5 százalék alatt maradt.

A CBM&A és az FDI jellemzőinek összehasonlítása során minden esetben tapasztaltam különbségeket. Már e jellemvonások is azt jelezték, hogy a további vizsgálatok nyomán azt az eredményt kapjuk, miszerint Magyarországon a CBM&A nem az FDI meghatározó eszköze. A feltételezésemet megerősítette a Spearman féle korrelációs együttható nem szignifikáns értéke (2. ábra) és a részesedések összehasonlítása (8. ábra) is.

A kapott eredményre számos magyarázat és feltételezés adódhat. Az FDI más típusai is léteznek a CBM&A-n kívül – akár a zöldmezős beruházásokat, akár pedig a kapacitásbővítést tekintjük egy már meglévő befektetés esetében. Magyarországon ezeket a típusú befektetéseket részesíthették előnyben a CBM&A helyett. Szintén valószínűsíthetjük, hogy a privatizációs folyamatok kifizetése is befolyásolja a tranzakciók visszaesését. A fejlődő és a korábbi szocialista országokban, a rendszerváltozást követő években, a CBM&A tranzakciók növekedését elsősorban az állami vállalatok privatizációja generálta (*Calderón és szerzőtársai 2002:16*). További magyarázatul szolgálhat az export szerepe és annak hatása: a horizontális CBM&A-val a társaságok elkerülhetik az exportálással járó különböző vám- és kereskedelmi költségeket, viszont ha inkább exportálnak, akkor az FDI-vel kapcsolatos fix költségeket tudják kiküszöbölni. Ez az utóbbi stratégiai gondolkodás még valószínűbb akkor, ha a célország piaca nagyobb, így a magas eladási volumen meglehetősen nagy szállítási költségeket von maga után (*Jenniges 2013:5*). Az említett magyarázatok további kutatások hipotézisei is lehetnek, amelyekre időbeli és térbeli (szomszédos országbeli) esetek vizsgálatának kiterjesztésével kaphatunk választ.

Összefoglalás

Magyarország nyitott gazdaságú, exportorientált ország. Ennél fogva gazdaságát alapvetően befolyásolják a külgazdasági kapcsolatok, amelyeknek az FDI az egyik pillére. Számos tanulmány foglalkozik az FDI hatásaival, a befektetések ösztönzésével, és azzal, milyen tényezők játszanak szerepet a tőkevonzó képesség javításában. Gyakrabban tárgyalják a zöldmezős beruházásokat is, mivel ezek új munkahelyeket teremtenek. Tanulmányomban azonban az FDI egy másik típusával, a CBM&A-val foglalkoztam.

A munka elején megfogalmazott egyik célkitűzésem az volt, hogy megvizsgáljam a CBM&A jellemzőit. A vizsgálat során a GVH 343 határozatát elemeztem piaci, pénzügyi és területi szempontok alapján. Az eredményeket összehasonlítottam a külföldi szakirodalomban fellelt jellemzőkkel és adatokkal is. A felvásárló vállalatok részesedései a céltársaságokban, illetve az ágazati szerkezet magyarországi jellemzői hasonlítanak a nemzetközi szakirodalomban közöltekhez. A vállalatok növekedésének irányában azonban eltérést mutattam ki: a horizontális tranzakciók aránya Magyarországon jóval magasabb. Az eredmények – amelyek reprezentatívak a meghatározott küszöbértékek alapján az engedélyköteles fúziókra vonatkozóan – kiegészítik a másik célkitűzésemhez használt statisztikai számítások eredményeit is.

A másik célkitűzésem az volt, hogy megvizsgáljam az FDI összetételét, azon belül is a CBM&A-ra helyezve a hangsúlyt (a világban az FDI nagy hányadát a CBM&A teszi ki). Először Spearman féle többváltozós és parciális korrelációs számítást végeztem. Azt az eredményt kaptam, hogy nincsen szignifikáns kapcsolat a vizsgált tényezők között. A vizsgálatot befejeztem a 8. ábra elemzésével, amely szerint nem csak korrelációs kapcsolat nincsen az FDI és a CBM&A értékének alakulása között, hanem az FDI értékének is csak átlagosan 22 százalékát adják a CBM&A tranzakciók. A vizsgálatok eredményeiből arra a következtetésre jutottam, hogy Magyarországon az FDI nagyobb hányada nem a CBM&A által realizálódik. További kutatások tárgyát képezheti az a kérdés, vajon a jövőben az államnak az FDI melyik típusát érdemes támogatnia.

A külföldi vállalatok magyarországi M&A tevékenységének és a nemzetközi tőke-áramlások közötti kapcsolatok jellemzőinek részletes megismerése és feltárása hasznosnak bizonyulhat az állami és regionális gazdaságfejlesztési koncepciók, valamint a külgazdasági tervek alkotásánál. Az elemzésből származó eredmények és konklúziók releváns szerepet kaphatnak a magyar és a külföldi (leány)vállalatok olyan külső növekedési és terjeszkedési céljainak, valamint stratégiáinak a tervezésében is, amelyekben a CBM&A tranzakciók kulcsszerepet játszhatnak. Ez a munka ehhez szeretett volna hozzájárulni.

Hivatkozások

- Balogh Csaba (2006): *A határon átívelő akvizíciók és fúziók sikerességét meghatározó tényezők vizsgálata*. Doktori disszertáció, Budapesti Corvinus Egyetem, Budapest.
- Bélyácz Iván (2009): *Befektetési döntések megalapozása*. Aula Kiadó, Budapest.
- Benczes István – Csáki György – Szentés Tamás (2009): *Nemzetközi gazdaságtan*. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Bishop, S. – Walker, M. (2010): *Az Európai Közösségi Versenyjog Közgazdaságtana*. Gazdasági Versenyhivatal, Versenykultúra Központ, Budapest.
- Bock Gyula – Mész József (2006): *Nemzetközi közgazdaságtan*. Tri-Mester Bt., Tatabánya.
- Brakman, S. – Garretsen, H. – Marrewijk, C. V. (2006): *Cross-border Mergers And Acquisitions: The Fact As A Guide For International Economics*. Cesifo Working Paper No. 1823, München.
- Calderón, C. – Loayza, N. – Servén, L. (2002): *FDI In Old vs New Assets: Does The Distinction Matter?* Világbank, Latin-Amerikai Regionális Tanulmányok Program, Washington.
- Copeland, T. E. – Weston, J. F. (1988): *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison-Wesley Publishing Company, Reading.
- Csáki György – Lemák Gábor – Losonczi Miklós – Molnár László – Némethné Pál Katalin – Sulok Zoltán – Tompa Tamás – Vértes András – Vértes Balázs (2001): *A felvásárlások és összeolvadások alakulása Magyarországon*. Ernst & Young–GKI Zrt., Budapest.
- Csáki György (2011): *A nemzetközi gazdaságtan és a világgazdaságtan alapjai*. Napvilág Kiadó, Budapest.

- David, F. R. (2011): *Strategic management: Concepts and Cases*. Pearson, Boston.
- Dicken, P. (1998): *Global Shift, Transforming The World Economy*. The Guilford Press, New York.
- EU (2009): *European Union Foreign Direct Investment Yearbook 2006.*, European Comission, Eurostat, Pocketbooks. http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-BK-06-001/EN/KS-BK-06-001-EN.PDF, Letöltve 2013. 09. 10.
- Gál Zoltán (2010): *Pénzügyi piacok a globális térben*. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Gandolfo, G. (2004): *Elements Of International Economics*. Springer, Berlin.
- GVH (2009): *A Gazdasági Versenyhivatal Versenytanácsa Vj-056/2009/013. számú határozata*. http://www.gvh.hu/data/cms992555/Vj056_2009_m.pdf, Letöltve: 2013. 09. 07.
- GVH (2010): *Az összefonódás által érintett piac meghatározásának irányadó szempontjai*. http://www.gvh.hu/data/cms999899/Szakmaifelhaszn%C3%A1l%C3%B3k_f%C3%BAzi%C3%B3k_piacmeghat%C3%A1roz%C3%A1s_2010_09_16.pdf, Letöltve: 2014. 05. 06.
- GVH (2011): *A Gazdasági Versenyhivatal Versenytanácsa Vj/004019/2011. számú határozata*. http://www.gvh.hu/akadalymentes//data/cms993916/Vj004_2011_m.pdf, Letöltve: 2014. 05. 06.
- GVH (2012): *A Gazdasági Versenyhivatal Versenytanácsa Vj/090-11/2012. számú határozata*. http://www.gvh.hu/data/cms994344/Vj090_2012_m.pdf, Letöltve: 2014. 05. 06.
- IMF (2013): *Coordinated Portfolio Investment Survey*. International Monetary Fund, Washington. *Coordinated Portfolio Investment Survey*, [http://cpis.imf.org/](http://cpis.imf.org/http://cpis.imf.org/), L(Letöltve:és ideje: 2013. 09. 11.)
- Jenniges, D. (2013): *The Determinants of Horizontal and Vertical Cross-border Mergers*. <http://gattton.uky.edu/Units/Downloads/Derrick%20Jenniges%20paper%202013.pdf>, Letöltve:2013. 09. 10.
- Kaderják Péter (1996): *A hazai közvetlen külföldi befektetéseket meghatározó tényezőkről – egy kvantitatív elemzés*. Közgazdasági Szemle, Vol. 43, No. 12:1072 –1087.
- Katits Etelka (2010): *A vállalati válság pénzügyi menedzselése*. Saldo Kiadó, Budapest.
- Kimberly, E. (2002): *Foreign Portfolio and Direct Investment: Complementarity, Differences, and Integration*. OECD, Global Forum On International Investment, Shanghai.
- Kleinert, J. – Klodt, H. (2002): *Causes and Consequences of Merger Waves*. Kiel Institute of World Economics, Kiel.
- Krugman, P. R. – Obstfeld, M. (2008): *International Economics Theory and Policy*. Pearson Addison Wesley, Boston.
- KSH (2012): *Közvetlen külföldi működőtőke-befektetések (2000–2012)*. Központi Statisztikai Hivatal, STADAT adatbázis. http://www.ksh.hu/docs/hun/xstadat/xstadat_eves/i_int044b.html?271, Letöltve: 2013. 09. 10.
- Lőrincné Istvánffy Hajna (2004): *Nemzetközi pénzügyek*. Aula Kiadó, Budapest.
- Meskó Andrea (2005): *A külföldi működő tőke Magyarországon 2002--2003*. Központi Statisztikai Hivatal, Budapest.
- Molle, W. (2001): *The Economics of European Integration: Theory, Practice, Policy*. Ashgate, Aldershot.
- Neto, P. – Brandão, A. – Cerqueira, A. (2010): *The Impact of FDI, Cross-Border Mergers and Acquisitions, and Greenfield Investments on Economic Growth*. The IUP Journal of Business Strategy, Vol. 7, No. 4:24–44.
- NMIKK (2012a): *Ausländische Direktinvestitionen in Ungarn*. Német–Magyar Ipari és Kereskedelmi Kamara, Budapest. http://www.ahkungarn.hu/fileadmin/ahk_ungarn/Dokumente/Wirtschaftsinfos/HU/Statistik/INFO_HU_Direktinvestitionen.pdf, Letöltve: 2013. 09. 10.
- NMIKK (2012b): *Ausländische Direktinvestitionen in Ungarn nach Regionen*. Német–Magyar Ipari és Kereskedelmi Kamara, Budapest. http://www.ahkungarn.hu/fileadmin/ahk_ungarn/Dokumente/Wirtschaftsinfos/HU/Statistik/INFO_HU_FDI_regional.pdf, Letöltve: 2013. 09. 10.(Letöltés ideje: 2013.09.10.)
- Simai Mihály (2007): *A világgazdaság a XXI. század forгатagában*. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Szentes Tamás (1995): *Világgazdaságtan I. Elméleti és módszertani alapok*. Aula Kiadó, Budapest.
- Tóth Judit (2011): *Fúziók és felvásárlások. Konzolidációs folyamatok az Európai Unió pénzügyi rendszerében*. Gazdaságtanika, Vol. 2, No 3.

- UNCTAD (2010): *World Investment Report 2010. Annex table 9. Value of cross-border M&A sales, by region/economy of seller, 1990-May 2010*. United Nations Conference On Trade and Development, New York. http://unctad.org/Sections/dite_dir/docs/wir2010_anxtab_9.pdf, Letöltve: 2013. 09. 12.
- UNCTAD (2012): *World Investment Report 2012*. United Nations Conference On Trade and Development, New York. http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2012_embargoed_en.pdf, Letöltve: 2013. 09. 12.
- UNCTAD (2013): *World Investment Report 2013*. United Nations Conference On Trade and Development, New York. http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2013_en.pdf, Letöltve: 2013. 09. 12.