



Közzététel: 2023. július 25.

A tanulmány címe:

**Szervezeti átalakulások a 2020-as évek válságainak árnyékában a közép-európai régióban**

Szerzők:

**KUCSÉBER LÁSZLÓ**

a Budapesti Gazdasági Egyetem főiskolai docense

E-mail: [Kucseber.Laszlo@uni-bge.hu](mailto:Kucseber.Laszlo@uni-bge.hu)

**KÁSA RICHÁRD**

a Budapesti Gazdasági Egyetem tudományos főmunkatársa

E-mail: [Kasa.Richard@uni-bge.hu](mailto:Kasa.Richard@uni-bge.hu)

DOI: <https://doi.org/10.20311/stat2023.07.hu0589>

**Az alábbi feltételek érvényesek minden, a Központi Statisztikai Hivatal (a továbbiakban: KSH) *Statisztikai Szemle* c. folyóiratában (a továbbiakban: Folyóirat) megjelenő tanulmányra. Felhasználó a tanulmány vagy annak részei felhasználásával egyidejűleg tudomásul veszi a jelen dokumentumban foglalt felhasználási feltételeket, és azokat magára nézve kötelezőnek fogadja el. Tudomásul veszi, hogy a jelen feltételek megszegéséből eredő valamennyi kárért felelősséggel tartozik.**

1. A jogszabályi tartalom kivételével a tanulmányok a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény (Sztj.) szerint szerzői műnek minősülnek. A szerzői jog jogosultja a KSH.
2. A KSH földrajzi és időbeli korlátozás nélküli, nem kizárólagos, nem átadható, térítésmentes felhasználási jogot biztosít a Felhasználó részére a tanulmány vonatkozásában.
3. A felhasználási jog keretében a Felhasználó jogosult a tanulmány:
  - a) oktatási és kutatási célú felhasználására (nyilvánosságra hozatalára és továbbítására a 4. pontban foglalt kivétellel) a Folyóirat és a szerző(k) feltüntetésével;
  - b) tartalmáról összefoglaló készítésére az írott és az elektronikus médiában a Folyóirat és a szerző(k) feltüntetésével;
  - c) részletének idézésére – az átvevő mű jellege és célja által indokolt terjedelemben és az eredetihez híven – a forrás, valamint az ott megjelölt szerző(k) megnevezésével.
4. A Felhasználó nem jogosult a tanulmány továbbértékesítésére, haszonszerzési célú felhasználására. Ez a korlátozás nem érinti a tanulmány felhasználásával előállított, de az Sztj. szerint önálló szerzői műnek minősülő mű ilyen célú felhasználását.
5. A tanulmány átdolgozása, újra publikálása tilos.
6. A 3. a)–c) pontban foglaltak alapján a Folyóiratot és a szerző(ke)t az alábbiak szerint kell feltüntetni:  
„*Forrás: Statisztikai Szemle* c. folyóirat 101. évfolyam 7. számában megjelent, **Kucséber László–Kása Richárd** által írt, **Szervezeti átalakítások a 2020-as évek válságainak árnyékában a közép-európai régióban** című tanulmány (link csatolása)”
7. A Folyóiratban megjelenő tanulmányok kutatói véleményeket tükröznek, amelyek nem feltétlenül esnek egybe a KSH vagy a szerzők által képviselt intézmények hivatalos álláspontjával.

Kucséber László – Kása Richárd

## Szervezeti átalakulások a 2020-as évek válságainak árnyékában a közép-európai régióban

### Organisational restructuring amid the crises of the 2020s in the Central European region

Kucséber László, a Budapesti Gazdasági Egyetem főiskolai docense

E-mail: Kucseber.Laszlo@uni-bge.hu

Kása Richárd, a Budapesti Gazdasági Egyetem tudományos főmunkatársa

E-mail: Kasa.Richard@uni-bge.hu

A fúziók és felvásárlások (*Mergers and Acquisitions*, M&A) egyre népszerűbbek a jelenlegi gazdasági környezetben, mivel a vállalatok a globális versenyben a működés racionalizálására, a költségek csökkentésére és a piaci részesedés növelésére törekednek. 2017-re a világon az M&A-tevékenység soha nem látott értékre – a 2008-as pénzügyi válság óta a legmagasabb szintre – emelkedett. Az M&A-tevékenység várhatóan kiterjed az egészségügyi és a technológiai iparágakra is, mivel ezekben az ágazatokban is egyre nagyobb a kereslet az új termékek és szolgáltatások iránt. Jelen cikkben több mint 2100 megvalósult tranzakció elemzése alapján a következő kérdésekre keressük a választ: hogyan változott az M&A-tranzakciók száma a Covid19-járvány alatt és azt követően? Kialakult, kialakul-e újabb M&A-hullám, avagy a társaság eladása jelenti a válságból kivezető utat? Milyen attribútumokkal rendelkeznek a 2019 és 2022 között létrejött ügyletek térbeli, ágazati, befektetői cél, fizetési mód és az ügyletek értékének tekintetében? A leíró statisztikai vizsgálatokkal kapott eredményeinket dolgozatunk végén egy klasszifikációs eljárással, az ún. *exhaustive* CHAID döntési fa módszerével támasztjuk alá.

Kulcsszavak: fúzió, felvásárlás, válság

Mergers and Acquisitions (M&A) have become increasingly popular in the current economic environment as companies seek to streamline operations, reduce costs and increase market share in a globally competitive market. By 2017, global M&A activity had reached unprecedented levels - the highest since the 2008 financial crisis. The healthcare and technology industries are anticipated to experience sustained M&A activity, owing to the persistent demand for novel products and services within these domains. In this article, we analyse more than 2,100 completed transactions to answer the following questions. Has a new wave of M&A emerged or is the way out of the crisis to sell the company? What are the attributes of the deals between 2019 and 2022 in terms of geography, sector, investor target, payment method and deal value? At the end of our paper, we support our results obtained by descriptive statistical tests with a classification procedure, the so-called *exhaustive* CHAID decision tree method.

Keywords: merger, acquisition, crisis

Az M&A-ügyletek tekintetében számos tendencia rajzolódik ki, ezek a szakirodalomban jól követhetőek. Cikkünk szempontjából az a legfontosabb megállapítás, hogy az M&A-tevékenység összességében növekvő tendenciát mutat, de jelentős hullámzások figyelhetők meg előfordulásaikban. Az M&A-tevékenység ciklikus hullámzása nagyrészt követi a világgazdasági megatrendeket (*Barkoulas et al., 2001; Chakraborty–Kattuman, 2023; Fuad–Gaur, 2019*). A határokon átnyúló ügyletek által dominált M&A-hullámok lényege, hogy a vállalatok igyekeznek kiterjeszteni globális hatókörüket és kihasználni a más országokban rejlő növekedési lehetőségeket, diverzifikálni portfóliójukat, csökkentve ezzel a kockázatokat (*Ding et al., 2022; Maung, 2022; Ye et al., 2023; Yuan et al., 2023*). A magántőke-befektetések és a felvásárlások hullámai azt jelzik, hogy a magántőke-befektetési társaságok az elmúlt években aktívak voltak az M&A-piacon, gyakran olyan vállalatokat vásároltak fel, amelyek alulértékelték voltak, vagy valamilyen szerkezetátalakításon mentek keresztül (*Chiaramonte et al., 2023; Jenkinson et al., 2022; Lattanzio et al., 2023*). Érdeemes megemlíteni a technológiai M&A-t is: a technológiai szektorban az elmúlt években jelentős volt az M&A-tevékenység, mivel a vállalatok új technológiák megszerzésére és versenyhelyzetük megerősítésére törekednek, az összeolvadások és felvásárlások révén igyekeznek bővíteni tevékenységüket, új piacokra lépni és új technológiákat szerezni a pusztán csak pénzügyi befektetések mellett (*Cheng–Yang, 2017; Christofi et al., 2019; Johansson et al., 2023; Speitmann, 2023; Sun et al., 2023*).

Tanulmányunk első részében az M&A-ügyletek definiálásával foglalkozunk. A második részben az eddig lezajlott M&A-hullámok legfontosabb karakterisztikáit ismertetjük. Mivel a határon átnyúló ügyletek az elmúlt évtizedekben dominánsá váltak, a harmadik rész ezekre az ügyletekre fókuszál, érintve a közép-európai régió trendjeit is. A negyedik részben a válságok és az M&A-ügyletek közötti kapcsolatot kívánjuk feltárni szekunderkutatások során gyűjtött eredmények alapján. Az utolsó elméleti részben az ügyletek ágazati, térbeli és a tranzakció lebonyolításának pénzügyi (fizetési módozatok) karakterisztikáira fókuszálunk.

Az empirikus rész elején bemutatjuk az adatbázist, ezt követően a vizsgált tranzakciók statisztikai elemzésének eredményeit. Kutatási kérdésünk arra kíván választ adni, hogy kialakult, kialakulhat-e a Covid19-járvány és az orosz–ukrán háború okozta gazdasági recesszió által egy újabb M&A-hullám, és az milyen karakterisztikákkal jellemezhető.

## 1. Fogalmi definiálás: M&A-ügyletek, CBM&A

Az M&A-ügyletek elnevezés egy gyűjtőfogalom párnak a rövidítése. A fúziók és felvásárlások alatt számos altípust különböztethetünk meg. Azért, hogy statisztikailag helytálló eredményeket kaphassunk, ebben a részben lehatároljuk, hogy milyen típusú tranzakciók képezik elemzésünk tárgyát (EMIS, 2022):

- *A felvásárlás (acquisition)* olyan tranzakció, amelynek eredményeként a felvásárló társaság 50%, vagy azt meghaladó tulajdonosi részesedést szerez a céltársaságban.
- *Összeolvadás (merger)* esetén kettő vagy annál több társaság egyesül egy cégben, míg az eredeti cégek megszűnnek.
- *A minority stake* olyan tranzakció, amelynek eredményeképpen a céltársaság részvényeinek kevesebb mint 50%-át veszik meg, így az nem eredményezi a felvásárló társaság meghatározó tulajdonosi befolyását.
- *Részvény-visszavásárlás (share buy-back)* esetén a társaság felvásárolja a saját részvényeit a jelenlegi tulajdonosaitól.
- *Eszközfelvásárlás* során nem teljes vállalat felvásárlására kerül sor, hanem a célvállalat eszközeiére.

A privatizációs kivásárlások és a közös vállalat alapítás (*joint venture*) az M&A-ügyletek sajátos típusai. A privatizációs kivásárlás esetén a céltársaság értékesítése állami tulajdonból történik. Magyarországon ezek a tranzakciók a rendszerváltás időszakában voltak a leggyakoribbak. A közös vállalat alapítás során kettő vagy annál több vállalat hoz létre egy újat (EMIS, 2022). Ez nagyon hasonló az összeolvadáshoz, azzal a különbséggel, hogy az „eredeti” cégek nem szűnnek meg. A vizsgált időszakban mindössze 1-1 ilyen tranzakció történt, így tanulmányunkban ezekkel az ügyletekkel a továbbiakban nem foglalkozunk.

## 2. Szakirodalmi áttekintés

### 2.1. M&A-hullámok

A vállalati felvásárlások volumenei és értékei a fejlett nyugati országokban ciklikus jelleget öltöttek az elmúlt évszázadban. Ezeket a ciklusokat a vonatkozó szakirodalom ún. M&A-hullámként (*M&A waves*) azonosítja (Kleinert–Klodt, 2002). Ahogyan azt az 1. táblázatban is láthatjuk, minden egyes hullámnak van-

nak saját karakterisztikái, mivel a hullámokat technológiai, illetve ágazati sokkok generálják (előzik meg), valamint pozitív gazdasági és politikai környezetben – gazdasági fellendülés időszakában (piaci összeomlás, háború, energiakrízis miatti összeomlás után) – jönnek létre, gyors hitelbővülés és részvénytőzsi boom keretében (Martynova–Renneboog, 2008).

1. táblázat

### Az M&A-hullámok jellemzőinek áttekintése

*Overview of the characteristics of M&A waves*

Hullám	Periódus	Rövid leírás
1.	1985–1904	Horizontális M&A-ügyletek
2.	1925–1928	Vertikális M&A-ügyletek
3.	1965–1970	Konglomerátum jellegű M&A-ügyletek
4.	1981–1987	Ellenséges felvásárlások
5.	1992–2000	Határon átnyúló M&A-ügyletek
6.	2003–2008	Private equity befektetések, LBO (tőkeáttételes) -ügyletek

Forrás: Bruner (2004).

A szakirodalom az első négy hullámot az Amerikai Egyesült Államok gazdaságának változásaival magyarázza (az 5. hullám már nemzetközinek tekinthető). Az 1. M&A-hullám 1897-ben kezdődött és 1904-ben végződött, részvénytőzsi visszaeséssel (Graham *et al.*, 2009). Az 1. hullám csúcspontján, 1899-ben 1208 M&A-tranzakció jött létre. Az ügyletek horizontális jelleget öltöttek, ami azt jelentette, hogy a cégek versenytársaikat vásárolták fel. A ciklus végéig 3000 felvásárlás zajlott le, a 100 legnagyobb cég birtokába került a vállalati eszközök közel 20%-a (McCarthy–Dolfsma, 2016). Az első hullám következményeire adott kormányzati válasz az ún. antitröszt törvények elfogadása volt: az 1890-ban bevezetett Sherman-törvény tiltotta a kereskedelmet korlátozó szerződéseket és szövetségeket, viszont a vállalati felvásárlásokra nem terjedt ki, csupán a monopóliumok létrehozását, valamint az arra irányuló kísérleteket akadályozta meg. Az M&A-ügyletekre vonatkozó versenyjogi szabályozást, az ún. Clayton-törvényt 1914-ben vezették be, megtiltotta a versenytárs cégek felsővezetésének személyi jellegű összefonódását (Motta, 2004).

A második hullámot a vertikális fúziók jellemezték. Ebben a ciklusban új ágazati (vasút- és közmű-) klaszterek alakultak, amelyek lehetőséget teremtettek a méretgazdaságosság kihasználására. A második hullám 1929-ig, a nagy gazdasági világválságig tartott (Kleinert–Klodt, 2002).

A harmadik hullám több mint 3 évtizeddel később, 1965-ben kezdődött és 1969-ig tartott. Ezt a ciklust a különböző ágazatok közötti összefonódások jellemezték, avagy az ún. konglomerátum jellegű tranzakciók, amellyel a vállalatok

egyrészt csökkentették a működési és a pénzügyi kockázatokat, másrészt üzleti birodalmakat tudtak építeni (Eckbo, 2010).

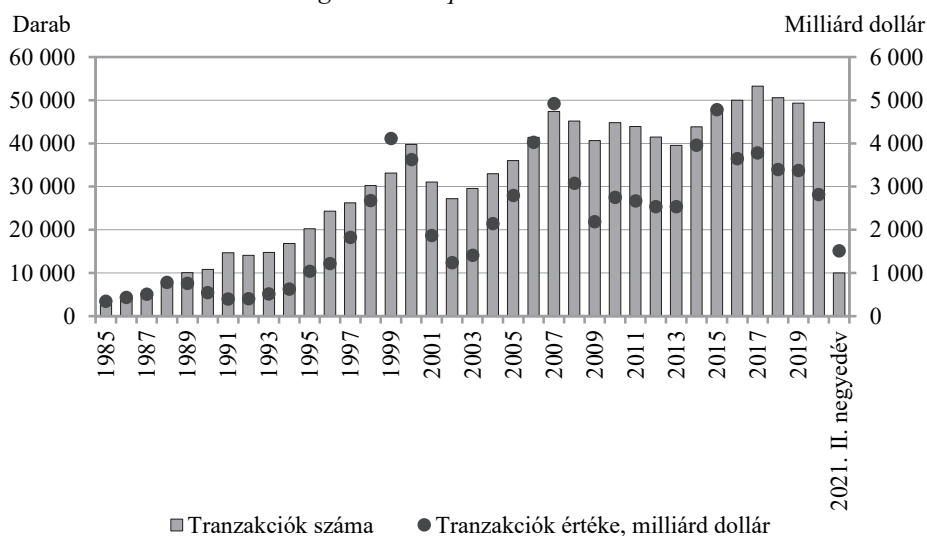
A negyedik hullámot (1984 és 1989 között) a spekulációs felvásárlások jellemezték, de az ellenséges felvásárlások aránya is jelentős volt. Gyakoriak voltak a hitellel finanszírozott felvásárlások, az összes létrejött M&A értékének 21%-át tették ki (Gaughan, 2014). Az Egyesült Királyságban az M&A-ügyletekben egyre inkább teret nyertek az ún. MBO-ügyletek (Peel, 1995). Az 1980-as évek „átstrukturálási” stratégiáinak növekvő mértéke a makroökonómiai és a környezeti változásokra, mint például a növekvő globális versenyre, a piacok deregulációjára és a pénzügyi piacok nagy összegű hitelek nyújtására való hajlandóságára adott reakció.

Az 1. ábrán megfigyelhetjük az ötödik hullámot, amely az 1991–1992-es recessziót követően indult, és nagyszámú nemzetközi M&A generálta (Lasher, 2016).

1. ábra

### Fúziók és felvásárlások világszinten

*Mergers and acquisitions worldwide*



Forrás: saját szerkesztés, Imma Institute (2022) alapján.

Az ötödik hullámban a külföldi befektetők körében, a külföldműködőtőke-áramlásban a határon átnyúló M&A (*cross-border M&A*, a továbbiakban CBM&A) dominált a többi típussal (pl. a zöldmezős beruházásokkal) szemben (Gregoriou–Renneboog, 2007). Ezzel együtt azonban a CBM&A-ügyletek csak kis részét képezték az összes M&A-ügyletnek, ezt kiválóan szemlélteti az Egye-

sült Királyság példája, ahol az 1,6 billió dolláros fúziós és felvásárlási tevékenységből a határokon átnyúló ügyletek 236 milliárd dollárt tettek ki 1997-ben, azonban az összes közvetlen külföldi befektetés (FDI) mintegy 60%-át a CBM&A-ügyletek jelentették (*Hopkins, 1999*). Ebben a hullámban nemzetközi M&A-ügyletek 90%-a fejlett országokhoz köthető. A fejlődő és a korábbi szocialista országokban a rendszerváltozást követő években az M&A-piacot elsősorban az állami vállalatok privatizációja dominálta. Mindezek mellett az információs technológiai forradalom szintén generálta az ötödik hullámot, amelynek a dot-comlufi (az internetes buborék) kidurranása vetett véget (*DePamphilis, 2011*).

A hatodik fúziós hullám 2003-ban indult, csúcspontján, 2007-ben az M&A-aktivitás közel 5000 milliárd dollár értéket ért el (*Imma Institute, 2022*). Ezt a periódust a pénzügyi befektetők (*hedge fund, private equity fund* stb.) megnövekedett aktivitása jellemezte. Ezek az alapok nagy részesedéseket vásárolnak a vállalatokban, majd vagy felvásárolják a kisebbségi részt is, vagy átszervezést erőltetnek a részvényesi jogaikon keresztül (*Moeller–Brady, 2014*). A hatodik hullám 2008-ban ért véget, a világgazdasági (pénzügyi) válsággal.

## 2.2. A határon átnyúló felvásárlások és a közép-európai ügyletek jellemzői

A következő részben szakirodalmi kutatás keretében azt tekintjük át, hogy mi áll annak háttérében, hogy a CBM&A-ügyletek nem csupán az ötödik hullámban, hanem napjainkban is domináns szerepet töltenek be az egyes országok M&A-piacain, különösen a közép-európai régióban.

*Nagano és Yuan (2013)* kutatása arra mutat rá, hogy a határokon átnyúló felvásárlások nagyobb mértékben növelik a vállalati-tulajdonosi értéket, mint a belföldi ügyletek. A szerzők erre a következtetésre a Kínába és Indiába irányuló, a külföldiek és a beföldiek által végrehajtott tranzakciókat vizsgálva jutottak. *Li és szerzőtársai (2016)* azt vizsgálták, hogy a feltörekvő gazdaságokból származó felvásárlók képesek-e értéket teremteni részvényeseik számára a határokon átnyúló fúziók és felvásárlások során. A 2000 és 2011 közötti 367 CBM&A-ügyletből álló minta elemzése alapján megállapították, hogy a határokon átnyúló tranzakciók értéket teremtettek a felvásárló cég részvényesei számára. A CBM&A-ügyletek előnyei túlmutatnak a közvetlen résztvevők körén, ugyanis a határon átnyúló tranzakciók a felvásárolt társaság versenytársaira is pozitív hatással lehetnek, mivel a rivális cégek profitálhatnak a helyi piacra történő közvetett technológiatranszferből, és a megnövekedett verseny miatti hatékonyságnövekedésből (*Burns–Liebenberg, 2011*).

Mely (makro-) tényezők befolyásolják a CBM&A-ügyletek létrejöttét? *Sedlaček és szerzőtársai (2011)* a 2001–2010 között Csehországban lebonyolított felvásárlási esetek vizsgálatából arra következtettek, hogy a stabil gazdasági környezet, de különösen a makrogazdaság növekedése (GDP-vel mérve) a felvásárlások létrejöttét generálja. *Uddin és Boateng (2011)* az Egyesült Királyságban 1987 és 2006 között létrejött ügyletek vizsgálata alapján megállapította, hogy mely makrotényezők befolyásolják a CBM&A-ügyletek alakulását (egyres tényezők lehetnek pozitív és negatív hatással is a kifelé és a befelé irányuló M&A-ügyletekre): a csökkenő GDP, a felvásárló ország devizaárfolyamának erősödése és az emelkedő (irányadó) kamatláb jelentős hatással van az Egyesült Királyságból kifelé irányuló ügyletek ösztönzésére, míg a növekvő GDP mellett a magas részvényárfolyamok és a magas pénzkínálat az Egyesült Királyság CBM&A-beáramlására. Azt, hogy a külföldi CBM&A-ügyleteket elősegíti a céltársaság (székhely)országának likviditása és a pénzügyi források elérhetősége, *Kameswari-Vissa és Thenmozhi (2022)* is megerősíti. *Adraa és szerzőtársainak (2020)* kutatása szintén arra kereste a választ, hogy milyen hatással van a monetáris politika a fúziók létrejöttére: a jegybanki kamatláb emelkedése csökkenti az új M&A-ügyletek bejelentésének számát, növeli az ügylet visszavonásának valószínűségét, valamint az akvizíció utáni szakaszban a felvásárló számára jelentős finanszírozási kihívásokat von maga után.

A CBM&A-ügyletek egyik természetes sajátossága a résztvevő cégek közötti esetlegesen nagy távolság. Az ötödik hullámban ez a tényező már kevesebb szerepet játszhatott, azonban azt megelőzően a CBM&A-ügyletek egyik jelentős korlátja volt, amit *Shena és Linb (2011)* igazol: az 1997-es pénzügyi válság előtt és után nyolc ázsiai ország pénzügyi intézeteinek a határokon átnyúló M&A-ügyleteit vizsgálva megállapították, hogy minél nagyobb a távolság, annál magasabbak a tranzakciós költségek, ami csökkenti annak a valószínűségét, hogy a bankok, cégek transznacionális M&A-tevékenységbe kezdjenek.

Miután a befektetők kiválasztották a célországot, el kell dönteniük, hogy CBM&A keretében történik-e a belépésük. Ebben az egyik motiváló tényező a befektetés céljából adódik: az Egyesült Államokban befektető kínai multinacionális vállalatok mintája azt mutatja, hogy a CBM&A-akvizíciók célja a stratégiai eszközök megszerzése, míg a zöldmezős beruházások döntése mögött a piacszerzés és a piacméret (*market seeking*), illetve költséghatékonysági megfontolások álltak (*Andersona–Sutherland, 2015*). A befektetés céljai mellett a szabályozásnak is fontos szerepe van. *Jaworek és szerzőtársai (2019)* lengyelországi mintán, 2012–2013-as adatok alapján arra a kérdésre kívántak válaszolni, milyen tényezők befolyásolják, hogy milyen módszerrel lép be a külföldi piacra a terjeszkedni kívánó cég. Eredményeik szerint, ha az adott piacon erős a verseny, akkor a belépés felvásárlás által történik, szemben a zöldmezős beruházással. Szintén a



verseny és a szabályozás kérdése képezte *Irwin és Gilstrap (2022)* kutatásának egyik fókuszát. A szerzők szerint a bizonytalansággal terhelt, válságos időszakokban a CBM&A-ügyletek az „alacsonyabb szabályozású” országokban jelentősebb mértékben visszaestek, vagyis a bizonytalan helyzetben megváltozott preferencia a szabályozás szükségességét jelzi.

Tanulmányunk kitűzött célja a közép-európai ügyletek részletesebb elemzése. Ennek megfelelően a továbbiakban olyan kutatásokra is hivatkozunk, amelyek a közép-európai M&A-ügyleteket elemezték.

Régiókban az ötödik hullámot követően, a hatodik hullám idején a legfontosabb gazdasági-politikai esemény a 2004-ben történt EU-csatlakozás, melynek hatásai növelték a befektetói érdeklődést.

Mindezen folyamatokat igazolta *Šoltés és Pürstinger (2007)* tanulmánya. Az EU-csatlakozásra történő felkészülés keretében hozott reformok, majd az uniós tagság hozzájárult ahhoz, hogy a multinacionális nagyvállalatok teret nyerjenek, illetve terjeszkedjenek a szlovák gazdaságban. A külföldi befektetőket motiválta, hogy új piacokat szerezzenek ebben a régióban, és kihasználják a képzett és viszonylag olcsó munkaerőt, valamint a régió kedvező földrajzi elhelyezkedését (*Thivant–Machková, 2017*). A felvásárlások pénzügyi hatásait *Barana és Saikевичius (2015)* munkája szintén a 2004-ben csatlakozott országok adataival végzett pénzügyi elemzés azt bizonyítja, hogy az összeolvadások és a felvásárlások pozitívan befolyásolják a célvállalat piaci (tőzsdei) értékét és a befektetők hozamát.

Annak ellenére, hogy az eddigi forrásaink azt mutatják, hogy jelentős a befektetói érdeklődés régióink irányába, Közép- és Kelet-Európa részesedése a globális M&A-piacon 5 évvel a globális pénzügyi válság után, elhanyagolható (2012-ben körülbelül 1,8%) volt, azonban a CM&A-ügyletek nemzetgazdasági szinten jelentősnek bizonyulhatnak, ezért fontosnak tartjuk ezen ügyletek mélyebb vizsgálatát: 2012-ben Litvániában a litván GDP 24,5, Lettországból a GDP 28,6, Észtországban pedig a GDP 40,1%-át érték el az M&A-tranzakciók (*Kazmierska-Jozwiak, 2014*).

### **2.3. Az M&A-ügyletek jelenthetik a válságból kivezető utat?**

Dolgozatunk egyik kérdése az, hogy indikál-e újabb M&A-hullámot a Covid19-járvány, illetve az időben ezt szorosan követő orosz–ukrán háború. Ennek a kérdésnek a megválaszolását támogatja ennek a résznek a kérdésköre, amelyben azt járjuk körbe, hogy az egyes válságok esetén milyen szervezeti változások-

átalakulások és milyen mértékben jöttek létre, valamint milyen karakterisztikákat hordoztak.

Az M&A-ügyletek előkészítésének egyik fontos része a céltársaság átvilágítása, azért, hogy feltáruljanak az esetleges problémás területek. A befektetők egy részét azonban nemcsak a kiváló mutatószámokkal rendelkező cégek, hanem a „bajba jutott” társaságok felvásárlása is érdekli. *Cowan és szerzőtársainak (2022)* kutatása azt vizsgálta, milyen hatása van a csődbe jutott bankok, intézmények felvásárlásának. Az eredmények azt mutatják, hogy egy csődbe ment bank felvásárlása nem növeli a felvásárló társaság kockázatát, a tranzakció nem okozza a részvényesi érték csökkenését, valamint a vizsgálat körében a csődbe jutott bankok felvásárlásával legalább akkora vagyonyeréséget lehetett elérni, mint a nem csődbe jutott bankok felvásárlásával. *Beltratti és Paladino (2013)* szerint a pénzügyi válság idején egy másik bank felvásárlási kísérletének bejelentése a pénzügyi egészség jelzéseként értelmezhető. Ennek egyik oka, hogy a befektetők kockázatát csökkentheti a szerzők véleménye szerint az, hogy a nemzeti versenyfelügyeleti és ágazati szervek nem engedélyezik a tőke- és/vagy likviditáshiányos banknak a tranzakció végrehajtását, különösen válság idején. Másik okként lehet megemlíteni, hogy egy erős bank egy pénzügyi válságban kihasználhatja az alacsony áron történő akvizíciók előnyeit, amiatt, hogy számos versenytársa kényszerülhet eszközöket eladni (leginkább a likviditás erősítése miatt). A céltársaság szempontjából is tekinthetünk a felvásárlásra pozitívan: ha egy cég pénzügyi nehézségekkel küzd, a felvásárlás lehetőséget jelent a szerkezetátalakításra (*Iwasaki, 2021*).

A korábbi pénzügyi válságoktól eltérően azonban a cégek válsághelyzete nem kizárólag a gazdasági tényezők következménye, hanem a Covid19-válság környezeti és pénzügyi tényezőinek ötvözete. A járvány felfedte a vállalati struktúrák gyengeségeit, és lehetőséget adott a vállalkozások számára az átalakulásra és az innovációra, valamint stratégiáik kiigazítására (*Kooli–Lock Son, 2021*).

*Lee és szerzőtársai (2021)* eredményei arra mutatnak rá, hogy a koronavírus elleni védekezés menedzseri képességei, nem pedig maga a járvány (kitörése) határozta meg azt, hogy a befektetők végrehajtják-e az M&A-ügyleteket az adott régióban. Így a szerzők szerint a vakcinázási arány kulcsfontosságú tényezővé válik az M&A-ügyletekről szóló helyi döntés kapcsán. Mivel a világjárvány a fejlett országokban viszonylag könnyen megfékezhető, szemben a fejlődő országokkal, ez sejtetheti azt, hogy várható-e újabb M&A-hullám (*Lee et al., 2021*).

## 2.4. M&A-ügyletek attribútumai az eddigi kutatások alapján

Ebben a részben az M&A-ügyletek azon karakterisztikáját vizsgáljuk meg, amelyek árnyalhatják, illetve magyarázhatják a tranzakciók kialakulásának „hullámszerűségét”.

Az első szempont, amelyet górcső alá veszünk, a tulajdonosi struktúra, a felvásárlások pénzügyi lebonyolításának egyik befolyásoló tényezője: *Iwasak és szerzőtársai (2021)* kutatása szerint a koncentrált tulajdonosi struktúra növeli a felvásárlás valószínűségét, mivel az irányításhoz szükséges minősített tulajdonosi többség könnyen átruházható. A megvalósult eseteket aszerint kategorizáljuk, hogy hány százalékát szerezték meg a felvásárló társaságok: 0–25%, 26–50%, 51–100%. Ezáltal lehetőségünk van arra következtetni, hogy milyen okok indíthatják a vizsgált eseteket.

A második vizsgálati szempontunk a tranzakciók pénzügyi lebonyolítására fókuszál, ez alapján képet kaphatunk a felvásárlást kezdeményező cégek pénzügyi állapotáról. A szakirodalomban a készpénzes felvásárlások dominanciája rajzolódik ki. *Graham és szerzőtársai (2008)* szerint az 1992 és 2003 közötti időszakban a feltörekvő piacokon felvásárlást lebonyolító brit cégek több szabad cash flow-val rendelkeztek, és a likviditásuk is nagyobb volt a céltársasághoz képest. A felvásárló cégek ezen jellemzői napjainkban hasonlóak a távol-keleti, kínai cégek esetében is, ugyanis M&A-ügyletet a készpénzfelesleggel/többlettel rendelkező cégek valósítanak meg, ahelyett, hogy kifizetnék a részvényesek számára (osztalékként). A vizsgált körben (az 1998–2015 közötti időszakban Kínában) 50%-os volt a készpénzben fizetők aránya (*Yang et al., 2019*).

A legtöbb, határon átnyúló tranzakció (az esetek 70%-a) készpénzes ügylet, szemben a belföldi akvizíciók 34%-os arányával (*Mateeva–Andonov, 2018*). *Kanungo (2021)* vizsgálta az Egyesült Királyságban a pénzügyi válság alatt létrejött tranzakciók fizetési módjait. Munkájának eredménye szerint a vizsgált körben azok a felvásárló társaságok, amelyek a részvényfizetési módot részesítik előnyben a készpénzes fizetéssel szemben, a piaci értékük növekedését tapasztalták. Az M&A-ügyletek fizetési módjait vizsgáló kutatás a Covid19-járvány időszakában is született. *Kooli és Lock Son (2021)* szerint a pandémia alatt a részvénytörténi fizetés volt a preferált. A részvénytörténi fizetés mellett az a szó, hogy a járvány miatt lezárások által érintett felvásárló társaságok finanszírozási lehetőségei beszűkültek, valamint a bizonytalanság idején a felvásárló társaságok megőrizhették készpénztartalékukat (a még válságosabb időszakokra).

Az adatbázis lehetőséget kínál arra is, hogy következtessünk a befektetői motívumokra (pl. stratégiai vagy pénzügyi kivásárlás), az ügylet lebonyolításának sajátos körülményeire (pl. fordított fúzió), valamint a finanszírozási háttérre.

Az alábbiakban összefoglaljuk és az EMIS-adatbázis alapján definiáljuk a vizsgálható karakterisztikákat:

- Eszközswap (olyan ügylet, amelyben a közreműködő cégek az eszközeiket cserélik fel, a tranzakcióban nem történik pénzmozgás).
- Hitelből történő felvásárlás (*leveraged buyout*, LBO).
- Alkalmazottak által történő felvásárlás (*employee buyout*, EBO).
- Menedzsment által történő tranzakció (*management buyout*, MBO).
- Portfóliókivásárlás (pénzügyi befektető által végrehajtott ügylet).
- Fordított fúziók (*reverse takeover*: egy tőzsdére lépni szándékozó társaság tulajdonosai felvásárolnak egy, a már tőzsdén működő társaságot, ezután a vállalatukat összeolvasztják a tőzsdei céggel).
- Stratégiai kivásárlás (olyan ügylet, amelyben egy stratégiai befektető szerzi meg a kiszemelt cég részvényeit).
- *Tender offer* (közvetlenül a részvényeseknek tett felvásárlási ajánlat).
- *Squeezeout* („A kisebbségi részvényesek több lépcsőben történő kiszorítása az új domináns részesedéssel rendelkező részvényes által az egyesülés során” [Halász {2015}, 112. old.]).

Az utolsó szempont az ügyletek ágazati jellege. *Holloway és szerzőtársai (2016)* kutatása 1504 (1986 és 2013 között) megvalósult LBO-ügyletet, az M&A-ügyletek egyik sajátos típusát vette górcső alá. A három topszektor a feldolgozóipar, a fogyasztói szolgáltatások (*consumer services*) és az üzleti szolgáltatások volt. Valószínűsíthetjük, hogy a közép-európai régióban is ezek a szektorok domináltak, azonban célszerűbb azzal a feltételezéssel élni, hogy az M&A-ügyletek ágazati jellemzői jelentős hasonlóságot mutatnak a külföldi közvetlen befektetések többi típusával. Itt figyelembe kell venni azt is, hogy a Covid19-járvány nem egyformán érintette az ágazatokat: például a turizmus, vendéglátás szektor volt az egyik legnagyobb elszenvedője a járvány hatásainak, míg egyes ágazatok (például technológiai vállalatok) bővültek.

### 3. Módszertan

A kutatáshoz felhasznált adatok forrását az EMIS- (*Emerging Markets Information Service*) adatbázis jelenti, amely tartalmazza a tranzakciószintű adatokat a vizsgálatainkhoz. Ez az adatforrás a legtöbb gazdasági jellegű képzést nyújtó felsőfokú intézmény könyvtárából elérhető. Az EMIS-adatbázist 1994-ben alapították. Napjainkban már több mint 550 személyt alkalmaznak, 19 országban.

Az EMIS-adatbázis fókuszában a feltörekvő piacok állnak (EMIS, 2022). A rendelkezésre álló adatok szakmai folyóiratokon, kutatásokon, cégek sajtóközleményein és tőzsdei jelentéseken alapulnak (EMIS, 2022).

Kutatásunkban a visegrádi (V4-) országokat (a magyar, a lengyel, a cseh és a szlovák piacot) vizsgáljuk, mivel ezek méretükben, jellegükben hasonlóak. Elemzésünk leíró és osztályozási statisztikát tartalmaz. Ez utóbbi technikája a khi-négyzet-statisztikán alapuló döntési fák (*Chi-squared Automatic Interaction Detection*, CHAID). E döntési fák építése a khi-négyzet-statisztikák kiszámításával az optimális felosztások azonosítása alapján történik. A CHAID először megvizsgálja az egyes bemeneti mezők és a kimenetel közötti keresztábrázolatokat, és a szignifikancia vizsgálatát a khi-négyzet-függetlenségi teszt segítségével végzi el (Hámori, 2001). Ha ezen összefüggések közül több is statisztikailag szignifikáns, a CHAID kiválasztja azt a bemeneti mezőt, amelyik a legjelentősebb (legkisebb  $p$ -érték). Ha egy bemenethez kettőnél több kategória tartozik, ezeket összehasonlítja, és azokat a kategóriákat, amelyek nem mutatnak különbséget az eredményben, összevonja. Ez úgy történik, hogy a legkisebb szignifikáns különbséget mutató kategóriapárokat egymás után összekapcsoljuk. Ez a kategória-összevonási folyamat akkor áll le, amikor az összes fennmaradó kategória a megadott vizsgálati szinten különbözik. Nominális bemeneti mezők esetén bármely kategória összevonható; ordinális halmaz esetén csak összefüggő kategóriák vonhatók össze. Az adatok szűrésénél a kiválasztás a céltársaságok felől történt, tehát a hazai felvásárló cégek külföldi tevékenységei nem képezik vizsgálatunk tárgyát (Hámori, 2001).

Ezeket a klasszifikációs eljárásokat nemcsak szakmai döntési szituációkban (például hitelminősítési eljárások), hanem tudományos kérdések megválaszolásához is alkalmazhatjuk, mint ahogy Milanović és Stamenković (2016) is alkalmazta a domináns vezetői stílusok azonosításához. A módszer előnye (a többi statisztikai módszerrel szemben), hogy folytonos és kategóriás függő és független változókat egyaránt képes kezelni (Hámori, 2001).

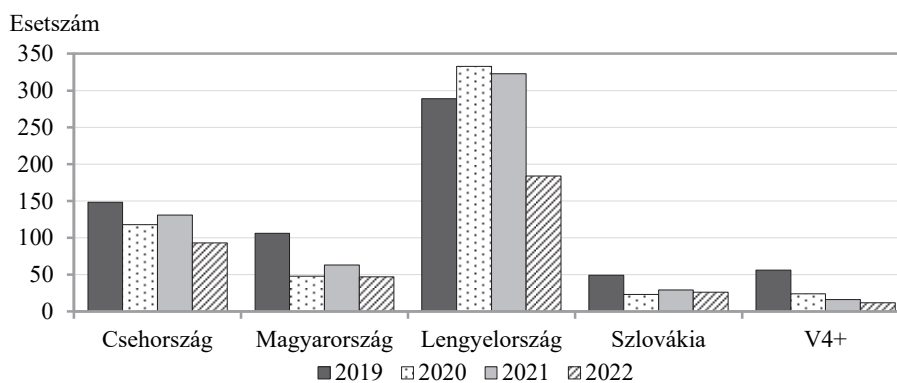
## 4. Eredmények

Ebben a részben a kutatásunk empirikus eredményeit közöljük. A vizsgált időszakban 2006 darab tranzakció jött létre. A 2. ábra tartalmazza az M&A-ügyletek alakulását országonként. A legnagyobb esetszámokat minden vizsgált évben Lengyelországban látjuk. A második legtöbb ügylet Csehországban történt.

A harmadik helyen Magyarország áll, míg a legkevesebb tranzakció Szlovákiában jött létre. Az elemzés során létrehoztunk egy újabb kategóriát is, amely a V4+ jelölést kapta. Ebbe a csoportba azok az esetek kerültek, amikor az adatbázis a célország jellemző esetén nemcsak az általunk vizsgált valamely országot, hanem más országokat is megjelölt. A 2. ábra alapján azt is megfigyelhetjük, hogy 2019-ről 2020-ra csökkentek az esetszámok (Lengyelország 2020-as évének kivételével), 2021-re viszont növekedést láthatunk. További közös jellemző, hogy 2022-ben jött létre a legkevesebb tranzakció.

2. ábra

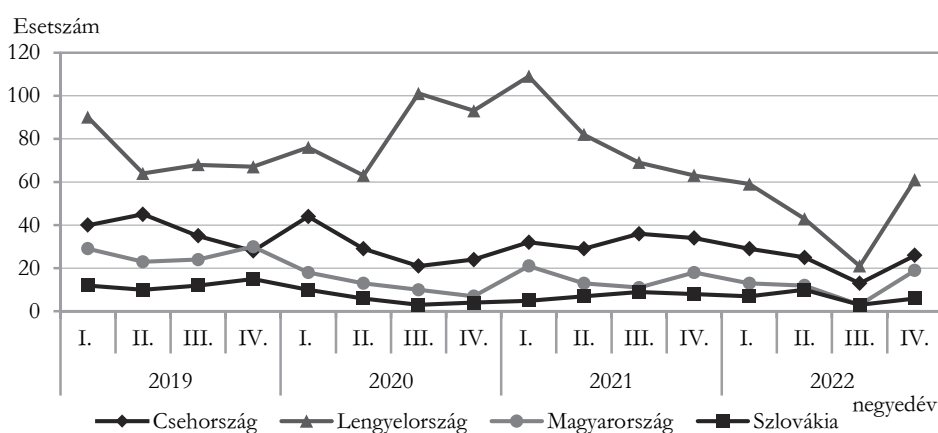
**Az M&A-ügyletek alakulása a vizsgált országokban**  
*Deal numbers by country*



Forrás: saját szerkesztés és kalkuláció az EMIS-adatok alapján.

3. ábra

**A létrejött tranzakciók esetszáma a vizsgált országokban negyedéves bontásban**  
*Quarterly trends of deal numbers by country*



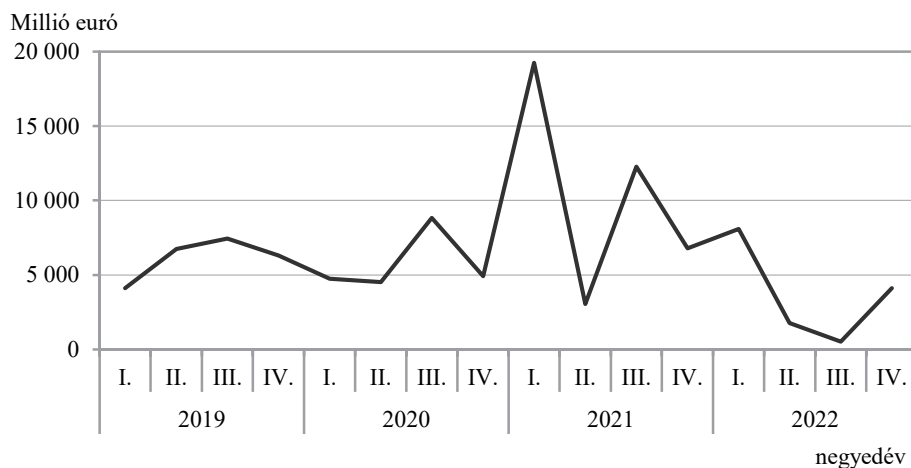
Forrás: saját szerkesztés és kalkuláció az EMIS-adatok alapján.

A vizsgálatot elvégeztük negyedévenkénti bontásban is. A 3. ábrán láthatjuk, hogy az esetszámok hasonlóan a többi vizsgált országhoz, Lengyelországban is csökkentek 2020 II. negyedévéig, tehát a III. és a IV. negyedév emelkedése okozta a 2020-as esztendő növekedését. A Covid19-válság által generált bizonytalanság a tranzakciók visszaesését okozta 2020-ban, azonban a 2021-es év kezdeti fellendülése után stagnálás következett be. 2022 II. és III. negyedéve csökkenő tranzakcióinak háttérében a háború és az energiaválság állhat.

Az M&A-ügyletek legfontosabb attribútuma az ügylet értéke. A 4. ábra tartalmazza az ügyletek értékeinek negyedévenkénti alakulását (a vizsgált országok értékei összevontan szerepelnek). Az ábrán látható trend részben követi az esetszámokban közölt adatsort. A legnagyobb hasonlóságot 2019 IV. és 2021 II. negyedéve között láthatjuk, míg jelentős eltérés 2021 I. negyedévének és a 2022-es év adatainak alakulásában van. 2021 I. negyedéve kiugró értékének háttérében egy 5300 millió eurós értékű cseh és kettő lengyel (2500 millió és 3200 millió eurós) ügylet állt. Az értékadatok alapján is megállapíthatjuk, hogy az M&A-piac érzékenyen reagál az egyes gazdasági, társadalmi folyamatokra, így kialakítva az elméleti részben bemutatott M&A-hullámokat.

4. ábra

**A felvásárlások negyedévenkénti alakulása**  
*Quarterly trends of deal values, euro million*



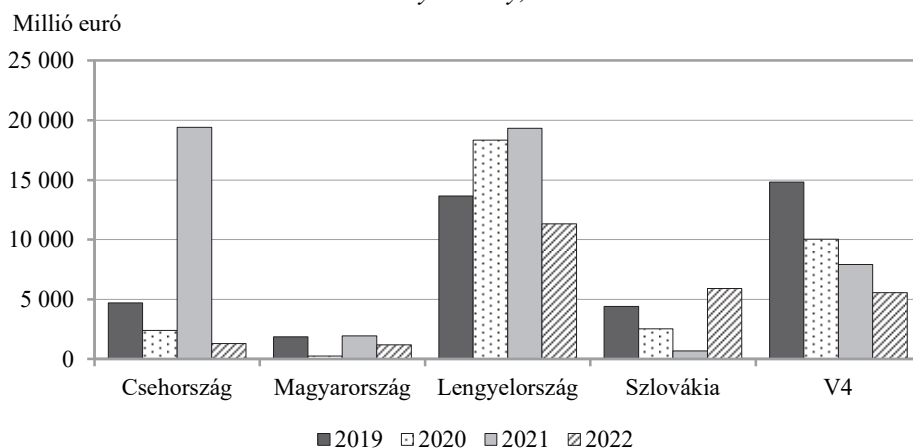
Forrás: saját szerkesztés és kalkuláció az EMIS-adatok alapján.

A 4. ábrát árnyalja az 5. ábra, amely országonként mutatja az ügyletek (össz)értékét a vizsgált években. Összehasonlítva a darabszámonként közölt adatokkal, ugyanolyan sorrendet figyelhetünk meg az egyes országok között, valamint hasonló trendet az egyes években. A különbséget Csehország kiugró

2021-es értéke jelenti, aminek oka az, hogy 2021 júniusában egy 5334 millió, míg októberben egy 7336 millió eurós értékű ügylet történt.

5. ábra

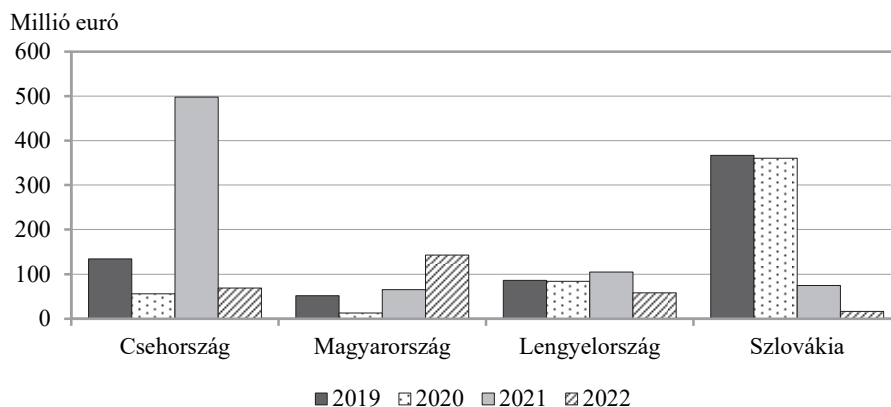
**A felvásárlások értékeinek alakulása országonként**  
*Deal values by country, euro million*



Forrás: saját szerkesztés és kalkuláció az EMIS-adatok alapján.

6. ábra

**A felvásárlások átlagértékeinek alakulása országonként**  
*Trends in average values of acquisitions by country, euro million*



Forrás: saját szerkesztés és kalkuláció az EMIS-adatok alapján.

Az 5. ábrával szemben a 6. ábra az átlagértékeket tartalmazza, ami árnyalja az egyes M&A-piacok közötti különbséget. Átlagos értékeket vizsgálva Lengyelország, Magyarország és Csehország értékei kisebb különbséget mutatnak (eltekintve a már közölt 2021-es cseh szélső értéktől). Szlovákia 2019-ben és



2020-ban rendelkezett a legnagyobb átlagértékekkel, viszont 2021-re mintegy 300 millió euróval kisebb értéket láthatunk.

Az elemzés folytatásában, a 2. táblázatban közöljük, hogy a vizsgált időszakban mely 5 ágazatban jöttek létre a legnagyobb értékű tranzakciók. A befektetők körében leginkább attraktív ágazat a pénzügy és biztosítás ágazat, amelyet második helyen a feldolgozóipar követ. A 3. és a 4. helyen szolgáltató ágazatok állnak, míg a kereskedelem az 5. helyen volt.

2. táblázat

**A felvásárlások értékeinek alakulása ágazatonként**

*The value of acquisitions by sector, euro million*

(millió euró)

Megnevezés	2019	2020	2021	2022	Összesen
Pénzügy és biztosítás	21 665	10 959	18 706	9 039	60 370
Feldolgozóipar	3 164	5 737	5 925	571	15 397
IT	4 478	4 799	10 867	621	20 765
Ingatlanközvetítés és lízing	2 529	1 217	539	3 031	7 315
Nagykereskedelem	164	346	6 445	210	7 165

Forrás: saját szerkesztés és kalkuláció az EMIS-adatok alapján.

Elemzésünk következő szakaszában azt vizsgáljuk, hogy milyen típusú ügyletek történtek. A vizsgált időszak minden évében a felvásárlások domináltak minden egyes országban. A befektetők az esetek többségében (a felvásárlástípuson belül) a céltársaság 100%-át megszerezték (3. táblázat). Amennyiben az átlagos megszerzett részesedéseket tekintjük, 70–85% közötti értékeket láthatunk. Mind az átlag, mind a teljes részesedésszerzés aránya 2020-ban a legkisebb, amit a válság következményének tekinthetünk. A 2020-as évtől eltekintve azt tapasztalhatjuk, hogy a befektetők nem csupán az 50%+1 arány elérésére törekedtek, hanem az összes részvény/üzletrész megszerzésére.

3. táblázat

**A megszerzett részesedések átlaga és a 100%-os felvásárlás aránya**

*Types of investors in the period under review*

(%)

Év	Átlag	100%-os részesedésszerzések aránya
2019	81,3	61,11
2020	70,7	48,72
2021	75,2	53,20
2022	85,5	60,93

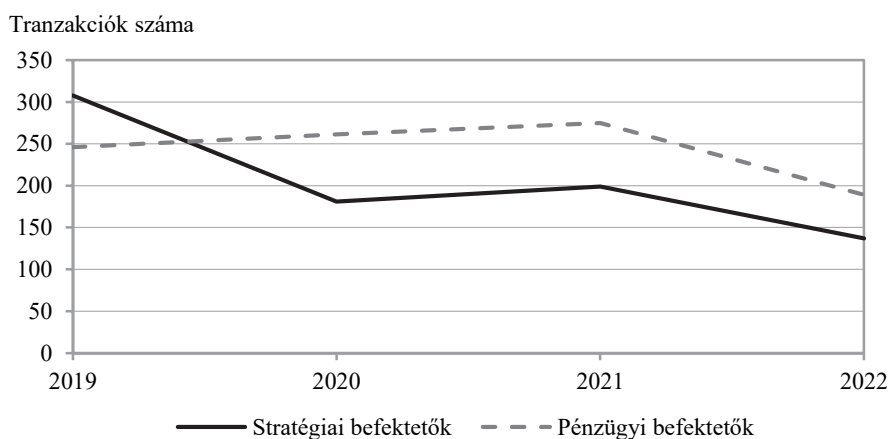
Forrás: saját szerkesztés és kalkuláció az EMIS-adatok alapján.

Az adatbázis lehetőséget nyújt arra, hogy az egyes befektetői típusokat is azonosítsuk. A 7. ábra illusztrálja a pénzügyi és a stratégiai befektetések dinamiká-

jának alakulását (néhány marginális számú típustól eltekintettünk). 2019 az egyedüli év, amikor a stratégiai befektetők által megvalósított ügyletek meghaladták a pénzügyi befektetők tranzakcióit. 2020-ban a stratégiai befektetők aránya nemcsak az előző évhez, hanem a pénzügyi befektető típushoz képest is alacsonyabb. 2020-tól mindkét típus hasonló trendet mutat, azonban a különbség egyre kisebb a két csoport között. 2022-ra jóval alacsonyabb értékekkel szembesülünk mindkét csoport esetén. Az adatokból tehát arra következtethetünk, hogy régióink irányába jelentős a hosszú távon befektetni szándékozó kör, amely egyúttal azonban érzékenyebben is reagál a válságszituációkra (2020, 2022).

7. ábra

**Befektetői típusok a vizsgált időszakban**  
*Types of investors in the period under review*



Forrás: saját szerkesztés és kalkuláció az EMIS-adatok alapján.

A második legnagyobb kategóriát (4. táblázat) az ún. *minority stake* ügyletek adták, amely során 50%-nál kisebb részesedésszerzés történik. Ezen ügyletek népszerűsége nem növekedett, hanem minden vizsgált országban csökkenő tendenciát mutat, amiből arra következtethetünk, hogy a vizsgált körben a felvásárlások csökkenésének nem alternatívája a kisebbségi részesedésszerzés. A bemutatott 4 kategória mellett a többi típus rendkívül alacsony elemszámú volt. A régió M&A-piacait tehát a „klasszikus” felvásárlások dominálták, szemben a speciális befektetési típusokkal (mint például MBO, EBO). Fúzió (*merger*) mindössze 11 esetben fordult elő, tehát a társaságok fúziója sem jellemző növekedési forma.

4. táblázat

**Minority stake ügyletek**  
*Minority stake transactions, number of cases*

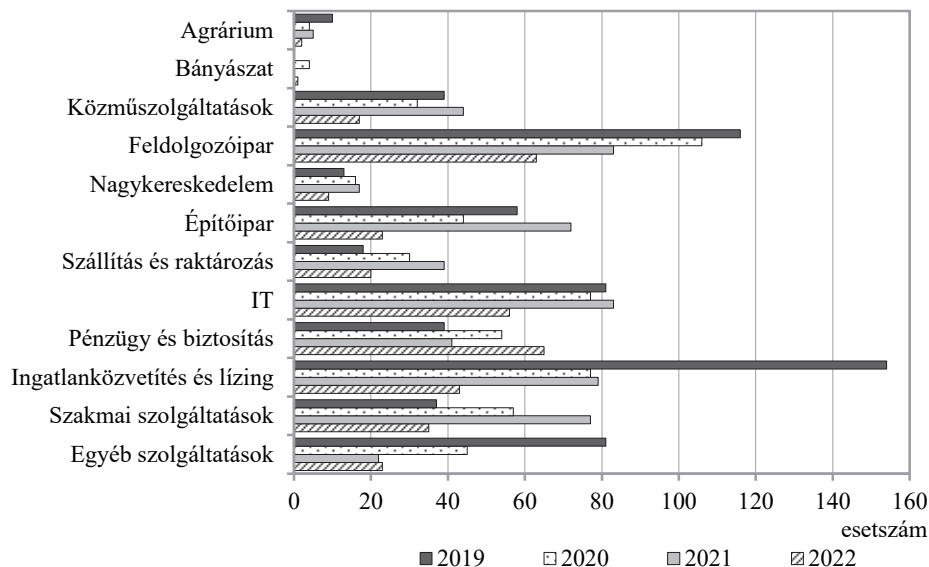
Ország	(esetszám)			
	2019	2020	2021	2022
Csehország	19	19	32	22
Lengyelország	63	114	89	40
Magyarország	23	15	18	7
Szlovákia	8	4	6	4
V4+	3	0	2	1

Forrás: saját szerkesztés és kalkuláció az EMIS-adatok alapján.

A 2. táblázatban a felvásárlás értékének szemszögéből érintettük az ágazati jellemzőket. A 8. ábrán a tranzakciók darabszáma alapján szeretnénk az ágazati attribútumokat feltárni. Az utóbbi módon vizsgálva az ágazatokat, azt láthatjuk, hogy más sorrend alakul ki. 2019 kivételével a legtöbb tranzakció a feldolgozóiparban történt, amelyet az ingatlanszektor követ. A harmadik helyen az IT-ágazat, a negyedik az építőipar áll. Az adatok azt mutatják, hogy az ágazatok többsége csökkenést könyvelhetett el 2020-ban. A 2021-es visszarendeződést követően viszont 2022-ben a pénzügy és biztosítás kivételével minden ágazatban csökkent az esetek száma, ami az újabb válságos helyzetekre adott reakció.

8. ábra

**A felvásárlások ágazati jellemzői**  
*Sectoral characteristics of acquisitions, number of cases*



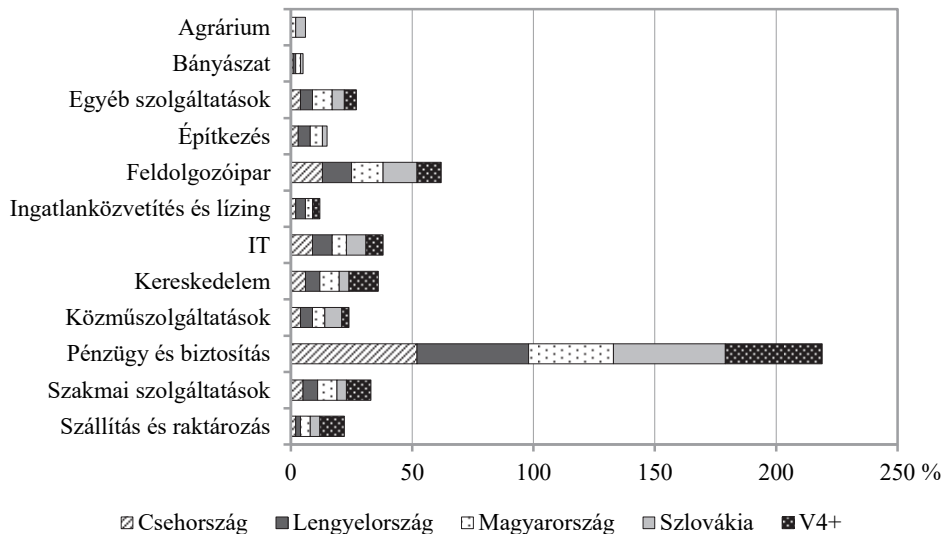
Forrás: saját szerkesztés és kalkuláció az EMIS-adatok alapján.

Az ügyletek ágazati és területi jellemzőit kapcsolja össze a 9. ábra. A grafi-  
kont szemlélve arra a következtetésre juthatunk, hogy az agráriumtól és a bányá-  
szattól eltekintve a vizsgált országok M&A-piacai hasonló ágazati jellemzőkkel  
bírnak.

Az empirikus eredmények bemutatásának következő részében a befektető or-  
szágokra fókuszálunk. Az 5. táblázatban a tíz legaktívabb befektető országot,  
országcsoportot mutatjuk be. Az első helyen az „európai vegyesvállalatok” kate-  
gória szerepel. Ebbe a kategóriába azok az esetek kerültek, amelyeknél egynél  
több EU-tagország volt megjelölve befektető országaként. A második helyen az  
USA áll, amelyet Csehország követ. A listára felkerült Lengyelország és Ma-  
gyarország, amelyek egymás országában fektetnek be. Az Amerikai Egyesült  
Államokon kívül az egyetlen jelentős nem EU-tag, az Egyesült Királyság az  
5. helyen áll.

9. ábra

**A felvásárlások ágazati és területi jellemzői**  
*Sectoral and territorial characteristics of acquisitions*



Forrás: saját szerkesztés és kalkuláció az EMIS-adatok alapján.

Az adatokat tovább vizsgálva azt láthatjuk, hogy a 2020. évi esetszámok min-  
den ország esetén alacsonyabbak, viszont 2021-re az Egyesült Államok és Ausz-  
tria kivételével magasabb értékeket látunk. A kapott eredmények alátámasztják a  
bemutatott szakirodalom feldolgozáson alapuló várakozásainkat. A régió kívül-  
ről befektető csoportok aránya jelentős, ahogy a régió belüli, egymás országába  
történő befektetés is. Utóbbtól eltekintve kijelenthető, hogy a régiónk iránt ér-

deklődő befektetói kör szerkezete hasonló a rendszerváltozás időszakában tapasztaltnal.

5. táblázat

**A top 10 legaktívabb befektető ország, országcsoport**

*Top 10 most active investor countries, group of countries, number of cases*

Ország, országcsoport	2019	2020	2021	2022	(esetszám)
					Összesen
Európai vegyesvállalatok	50	22	45	54	171
Amerikai Egyesült Államok	42	29	21	22	114
Csehország	35	26	32	33	126
Németország	36	16	34	18	104
Egyesült Királyság	29	18	24	9	80
Lengyelország	19	20	23	26	88
Franciaország	20	14	10	12	56
Ausztria	18	13	10	9	50
Magyarország	19	7	13	15	54

Forrás: saját szerkesztés és kalkuláció az EMIS-adatok alapján.

Az előző bekezdésekből már következtethettünk arra, hogy a határon átnyúló ügyletek aránya jelentős a vizsgált országok körében. Az alkalmazott adatbázis lehetővé teszi az ilyen típusú ügyletek mélyebb elemzését, így elsőként az egyes országok viszonyában (6. táblázat) vizsgáljuk, hogyan alakult a CBM&A-ügyletek aránya a Covid19-járvány időszakában. 2020-ban mind a négy országban a határon átnyúló ügyletek aránya volt a legalacsonyabb, 2021-re azonban növekedés történt. 2022-ben a külföldi befektetói érdeklődés Magyarországon, Lengyelországban és Szlovákiában volt a legmagasabb. A 6. táblázat összefoglalásaként kijelenthető, hogy régióinkban a cégfelvásárlások piacát napjainkban is elsősorban a külföldi befektetők mozgatják (különösen igaz ez Szlovákiában).

6. táblázat

**A határon-átnyúló ügyletek aránya az egyes országokban**

*Proportion of cross-border transactions in the investigated countries*

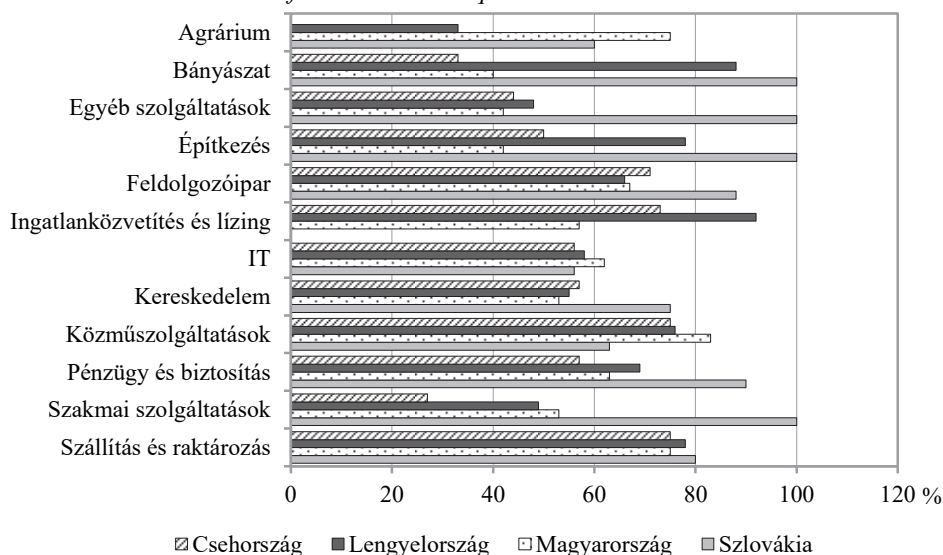
Ország	2019	2020	2021	2022	(%)
Csehország	58,8	54,2	56,5	55,9	
Lengyelország	63,7	49,8	61,9	69,6	
Magyarország	51,9	45,8	63,5	70,2	
Szlovákia	83,7	78,3	79,3	96,2	

Forrás: saját szerkesztés és kalkuláció az EMIS-adatok alapján.

Az elemzés következő pontjában azt is vizsgáltuk, hogy mely ágazatokban domináltak a CBM&A-ügyletek és melyekben elhanyagolható az arányuk. A 10. ábra szerint az agrárium, az építőipar és a szakmai szolgáltatások ágazatok rendelkeznek a legalacsonyabb CBM&A-értékekkel. A 60%-os arányt legalább három országban eléri, illetve megközelíti a közműszolgáltatások, a feldolgozóipar, a kereskedelem, a szállítás-raktározás, az IT és az ingatlanágazat. Szlovákia CBM&A-értéke egy kivétellel minden ágazatban a legnagyobb.

10. ábra

**Az egyes ágazatokon belüli határon átnyúló felvásárlások aránya**  
*Share of cross-border acquisitions within sectors*



Forrás: saját szerkesztés és kalkuláció az EMIS-adatok alapján.

Elemzésünk utolsó szakaszában a tranzakciók fizetési módjait vesszük górcső alá. Kalkulációnk alapján az esetek 97%-ában készpénzes fizetés történt. Részvénycsere fizetési mód csupán 15 alkalommal, készpénzes és részvénycsere vegyes fizetési mód pedig 13 esetben jött létre. Mindössze 9 esetben alkalmazták az *earn-out* készpénzfizetési módot – a vételár meghatározott részének valamely teljesítménymutató eléréséhez kötött utólagos kifizetését. A készpénzes fizetések közel 100%-os aránya miatt nem tudtunk további (pl. ágazati, területi) összefüggéseket vizsgálni.

Az eddig közölt eredményeink összefoglalásaként, megerősítéseként, valamint kutatásunk további folytatási irányainak feltárására alkalmazzuk az ún. teljes körű CHAID döntési fát. A vizsgálatba az adatbázisból elérhető adatokat vontunk be (külső forrásból származó adatokat a kutatásunk további szakaszai-ban kívánunk alkalmazni). Az elemzést az IBM SPSS 29. verziójával végeztük.

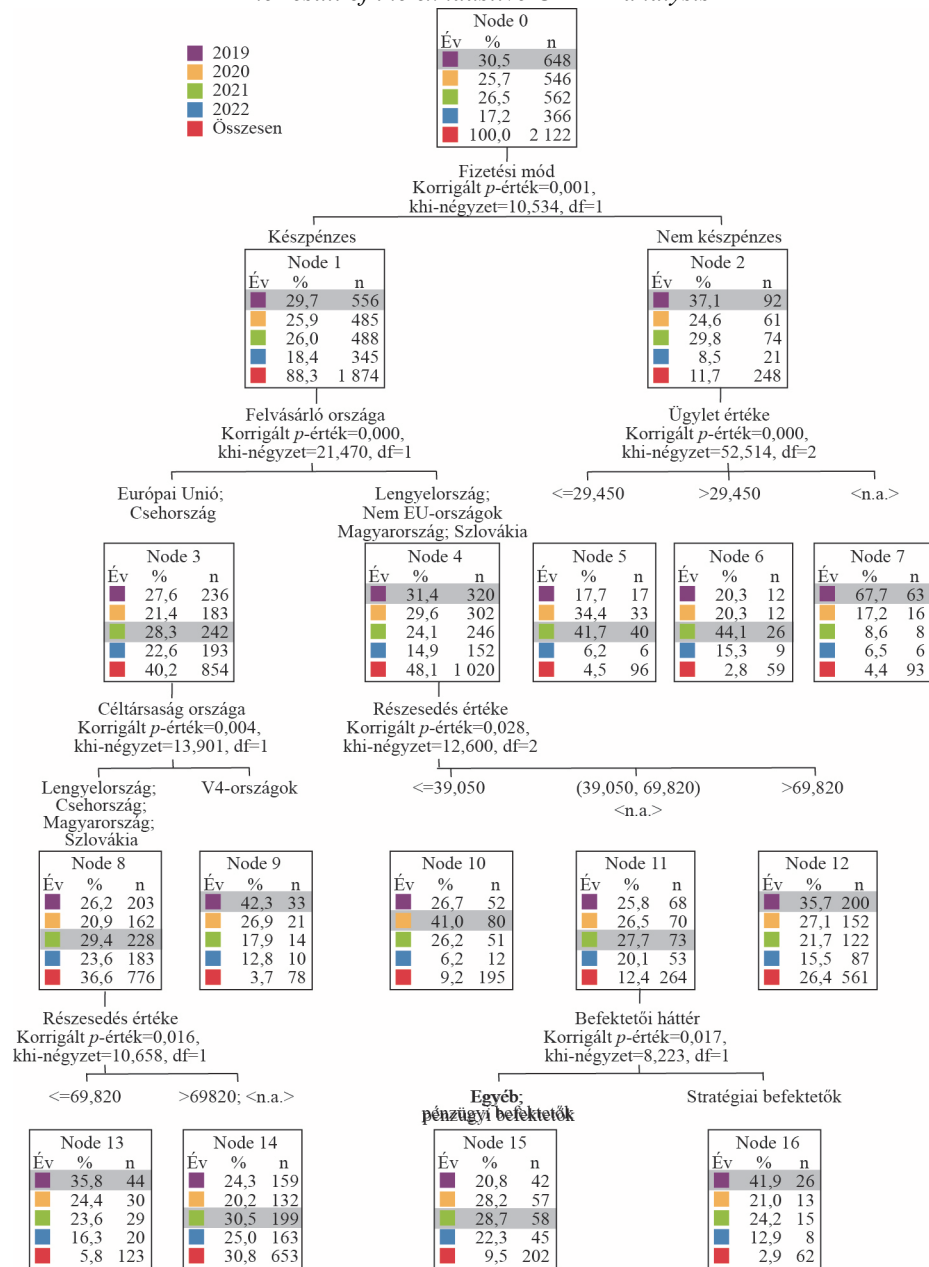
A létrejött döntési fát a 11. ábrán láthatjuk. Mivel kutatásunk egyik fő kérdése, hogy a Covid19-járvány generált-e újabb M&A-hullámot, vizsgálatunkban a függő változó az ügylet létrejöttének éve. A magyarázóváltozók a korábbi részekben is vizsgált karakterisztikák. Az Answer Tree program 4 szintet és 16 ún. *node*-ot (döntési diszpozíciós pontot) hozott létre a fastruktúrában, ebből 10 darabot már nem bontott tovább. A következtetések levonása szempontjából ez utóbbiakra érdemes fókuszálni, azonban a nem készpénzes/vegyes fizetési módú 3 *node* nem tartalmaz elegendő információt. Az eredmények megbízhatóságára a *Classification* táblázatból kaphatunk képet (7. táblázat), ami alapján a 2019-cel és 2021-gyel kapcsolatos megállapításaink megbízhatóak. Ez arra utal, hogy a 2019-es (véltetően a Covid19-járvány okozta új helyzet miatt) és a 2022-es év (véltetően a háború kitörése okozta bizonytalanság miatt) nehezebben operacionalizálható, nehezebb belőle szisztematikus összefüggéseket levonni. Azonban a 2019-es és a 2021-es év sztenderdebb, így viszonylag magasabb megbízhatósággal állíthatjuk a következőket:

- A Node 13-ból kiindulva: ha egy ügyletet készpénzes fizetési mód jellemz, a felvásárló európai, valamint csehországi, a felvásárlás a vizsgált 4 ország valamelyikében történt, és a megszerzett részesedés 70%-nál kisebb, akkor ezeknek az ügyleteknek a 36%-a 2019-ben, míg 24%-a 2021-ben történt.
- A Node 14 a részesedések értékében tér el a Node 13-tól: ez a 70%-nál nagyobb tartományt tartalmazza. Ezen ügyletek 31%-a 2021-ben, 24%-a 2019-ben jött létre.
- A Node 9-et egyedülként az általunk létrehozott V4-kategória dominálja. Feltűnő, hogy ezekre az ügyletekre negatív hatással volt a Covid19-járvány, mivel legnagyobb arányuk 2019-ben volt (42%).
- Utolsóként az 561 esetet tartalmazó 12-es számú Node-ot említjük meg: azon esetek, amelyekben a felvásárló nem európai országból, vagy (Csehország kivételével) valamely V4-országból származik, és a megszerzett részesedés mértéke nagyobb, mint 70%, 2019-ben jöttek létre a legnagyobb arányban (36%). A válság hatása ezen a szinten is látszik: a 2022-es értékek a legalacsonyabbak a Node 10 és a Node 11 esetén is.

Szeretnénk kiemelni, hogy minden (záró) *node*-ban ugyanolyan típusú és karakterisztikájú ügyletek vannak, amelyek egy tulajdonságban, a felvásárlás évében térnek el egymástól. Ez lehetővé teszi, hogy összevessük a felvásárlás évének a hatását – amely esetünkben konkrétan a Covid19-járvány és a háború okozta következmények begyűrését – jelentheti a nem egyforma típusú ügyletek között. Így a CHAID-fa-elemzésünk szerint az a közös minden záró *node*-ban, hogy az egyes évek nem egyenletes eloszlásúak, hanem egyfajta hullámmás figyelhető meg bennük, az esetek többségében 2019 és 2021 emelkedő tranzakciókat mutat, míg 2020 és 2022 alacsonyabb értékeket.

11. ábra

**Az exhaustive CHAID-eljárás eredménye**  
*The result of the exhaustive CHAID analysis*



Forrás: saját szerkesztés és kalkuláció.



7. táblázat

**Classification-táblázat**  
*Classification table*

Megfigyelés	Becsült				Helyesen besorolt érték, %
	2019	2020	2021	2022	
2019	366	52	230	0	56,5
2020	232	80	234	0	14,7
2021	188	51	323	0	57,5
2022	131	12	223	0	0,0
Teljes százalékos érték, %	43,2	9,2	47,6	0,0	36,2

Módszer: EXHAUSTIVE CHAID. Fügőváltó: ÉV

Forrás: saját szerkesztés és kalkuláció.

## 5. Következtetések

A szervezeti átalakulások a piacgazdaság természetes velejáróinak tekinthetők. A társaságok a gazdasági, társadalmi, természeti környezet okozta kihívásokra többféle módon reagálhatnak. Természetesen lényeges kérdés a változás „koncentrációja” is. Ha az átalakulás tömeges méreteket ölt, akkor kialakulhatnak az ún. M&A-hullámok. Egy cégátalakulásnak nemcsak nyertesei, hanem vesztesei is lehetnek, például az állásukat elvesztő alkalmazottak, vagy összességében a társadalom, az iparági koncentráció növekedése és a verseny csökkenése miatt – az ágazat oligopolisztikusabbá válása által. A tanulmányunk által közrefogott időszak immáron két súlyos válságot is lefed. Arra kerestük a választ mikroadatok alapján, hogy kialakult-e, illetve kialakulóban van-e újabb M&A-hullám, és ha igen, akkor annak milyen attribútumai vannak.

A 2020-as év első háromnegyed éve jelentős visszaesést mutatott, különösen a tranzakciók számában, azonban az ügyletek értékében is történt csökkenés. A visszaesés másik szembetűnő jellege a befektetői kör felcserélődése volt (stratégiai vs. pénzügyi). A vizsgált időszak jellemzője, hogy az ügyletek száma és értéke 2021-re a négy ország többségében megközelítette, illetve meghaladta a válság előtti szintet, tehát az M&A-piacok (a nemzetgazdaság felépüléséhez hasonlóan) rendkívül gyorsan reagáltak a gazdasági folyamatokra. Az M&A-piacok érzékenységének, illetve sérülékenységének tudható be, hogy az újabb (energia)válság a 2022-es adatokon élesen visszatükröződik. Ezek alapján feltételez-

hetjük, hogy az orosz–ukrán háborút, illetve az energiaválságot követően egy M&A-hullám alakulhat ki.

A négy ország közül a legtöbb tranzakció Lengyelországban és Csehországban jött létre, a tranzakciók összértékét tekintve Lengyelország az első, azonban átlagos értékek szerint vizsgálódva elmondhatjuk, hogy hasonló a négy ország piacán létrejött tranzakciók értéke (eltekintve 1-1 évtől). Vizsgálatunk új módszertani eredményének tartjuk a V4+ kategória realizálását, ugyanis közel 200 tranzakció esetében a céltársaság nem kizárólag egy ország tulajdonosaihoz volt köthető. Az esetszámok alapján (a pénzügy és biztosítás szektor kivételével) az ágazati sajátosságok visszatükrözik a makrogazdasági tendenciákat: a feldolgozóiparhoz, az építőiparhoz és az ingatlanszektorhoz kötődő ügyletek a válság hatására visszaestek, miközben az IT-szektorban nem csökkent a felvásárlások száma.

Az ügyletek jelentős része minden vizsgált országban határon átnyúló egyesülés volt, amelyeket a nyugat-európai és az amerikai befektetők generáltak, azonban a régió M&A-piaca evolúciójának újabb fejezetét jelentheti, hogy az egyes közép-európai államok jelentős mértékben végeztek befektetéseket egymás piacain is.

A tranzakciók típusát illetően a klasszikus felvásárlások domináltak, a fúziók és a speciális ügyletek (MBO, EBO) száma elenyésző volt. A kisebbségi részesedés-szerzések jelentették a második legnagyobb csoportot, azonban ezen típus ügyletei is csökkentek a válság időszakában, így nem tekinthetők a felvásárlás alternatívájának, számuk a pénzügyi befektetői típus magas arányából eredeztethető.

Az esetek közel 100%-ában készpénzes fizetési mód fordult elő, ami hasonló a hivatkozott kutatások megállapításaihoz, tehát a válság nem eredményezte más fizetési és finanszírozási módozatok előretörését az M&A-piacokon.

Munkánkban a rendelkezésre álló adatok feldolgozása alapján igyekeztünk a trendeket, tendenciákat azonosítani, az ezen a kereten kívüli makroadatokat, makrostatisztikák kutatásba történő bevonása meghaladta volna dolgozatunk kitűzött célját.

A kutatómunkánkban feldolgozott közel 2200 eset nem tekinthető a teljes sokaságnak, mivel közép- és nagyvállalatok esetei képezték az adatok háttérét, azonban ezek a cégek a válság ellenére is megjelentek, illetve befektetőre találtak a gazdaság egy speciálisnak tekinthető piacán, így vizsgálatunk eredményei a befektetői körök döntéshozatala során és az újabb tudományos kutatások létrejöttében is hozzáadott értéket jelenthetnek.

## Irodalom

- Adraa, S. – Barbopoulos, L. G. – Saunders, A. (2020): The impact of monetary policy on M&A outcomes. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 62. pp. 1–27.  
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101529>.
- Andersona, J. – Sutherland, D. (2015): Entry mode and emerging market MNEs: An analysis of Chinese greenfield and acquisition FDI in the United States. *Research in International Business and Finance*. Vol. 35. pp. 88–103. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.03.008>
- Barana, D. – Saikevicus, D. (2015): Comparative analysis of mergers and acquisitions in the new member states of European Union. *Intellectual Economics*. Vol. 9. pp. 1–7.  
<http://dx.doi.org/10.1016/j.intele.2015.10.002>
- Barkoulas, J. T. – Baum, C. F. – Chakraborty, A. (2001): Waves and persistence in merger and acquisition activity. *Economics Letters*. Vol. 70. pp. 237–243.  
[https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0165-1765\(00\)00374-8](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0165-1765(00)00374-8)
- Beltratti, A. – Paladino, G. (2013): Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 37. pp. 5394–5405.  
<http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.02.004>
- Bruner, R. F. (2004): *Applied mergers and acquisitions*. John Wiley & Sons, Hoboken.
- Burns, N. – Liebenberg, I. (2011): U.S. takeovers in foreign markets: Do they impact emerging and developed markets differently? *Journal of Corporate Finance*. Vol. 17. pp. 1028–1046.  
doi:10.1016/j.jcorpfin.2011.05.001
- Chakraborty, I. – Kattuman, P. (2023): The impact of mergers and acquisitions on performance of firms: A pre- and post-TRIPS analysis of India's pharmaceutical industry. *Asia and the Global Economy*. Vol. 3. No. 2. 100059. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.aglobe.2023.100059>
- Cheng, C. – Yang, M. (2017): Enhancing performance of cross-border mergers and acquisitions in developed markets: The role of business ties and technological innovation capability. *Journal of Business Research*. Vol. 81. pp. 107–117.  
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.08.019>
- Chiaromonte, L. – Dreassi, A. – Piserà, S. – Khan, A. (2023): Mergers and acquisitions in the financial industry: A bibliometric review and future research directions. *Research in International Business and Finance*. Vol. 64. 101837.  
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101837>
- Christofi, M. – Vrontis, D. – Thrassou, A. – Shams, S. M. R. (2019): Triggering technological innovation through cross-border mergers and acquisitions: A micro-foundational perspective. *Technological Forecasting and Social Change*. Vol. 146. pp. 148–166.  
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.techfore.2019.05.026>
- Cowan, A. R. – Salotti, V. – Schenck, N. A. (2022): The long-term impact of bank mergers on stock performance and default risk: The aftermath of the 2008 financial crisis. *Finance Research Letters*. Vol. 48. pp. 1–10. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102925>
- DePamphilis, D. (2011): *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*. Academic Press, San Diego.
- Ding, H. – Fan, H. – Li, C. – Qiu, L. D. (2022): The effects of discriminatory protections on cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Comparative Economics*. Vol. 51. No. 2. pp. 501–523. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jce.2022.11.003>
- Eckbo, E. (2010): *Takeover Activity, Valuation Estimates and Merger Gains: Modern Empirical Developments*. Academic Press, San Diego.

- Emis-adatbázis (2022): <https://www.emis.com/about>;  
<https://www.emis.com/php/store/mareports/ALL/page1.html>
- Fuad, M. – Gaur, A. S. (2019): Merger waves, entry-timing, and cross-border acquisition completion: A frictional lens perspective. *Journal of World Business*. Vol. 54. No. 2. pp. 107–118.  
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jwb.2018.12.001>
- Gaughan, P. A. (2014): *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. New Jersey, John Wiley & Sons.
- Graham, J. – Smart, S. B. – Megginson, W. L. (2009): *Corporate Finance: Linking Theory to What Companies Do*. Cengage Learning, Boston.
- Graham, M. – Martey, E. – Yawson, A. (2008): Acquisitions from UK firms into emerging markets. *Global Finance Journal*. Vol. 19. pp. 56–71. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102925>
- Gregoriou, G. N. – Renneboog, L. (2007): *International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990. Recent Research and Quantitative Analysis*. Academic Press, Burlington.
- Halász V. (2015): *Érdekek és értékek az Európai Unió és az Egyesült Államok vállalatfelmérésében szabályozásában*. Doktori értekezés. PTE ÁJK, Pécs.
- Hámori G. (2001): CHAID-alapú döntési fák jellemzői. *Statisztikai Szemle*. 79. évf. 8. sz. 703–710. o.
- Holloway, I. – Soo Lee, H.– Shen, T. (2016): Private equity firm heterogeneity and cross-border acquisitions. *International Review of Economics and Finance*. Vol. 44. pp. 118–141.  
<http://dx.doi.org/10.1016/j.iref.2016.04.001>
- Hopkins, H. D. (1999): Cross-border mergers and acquisitions: Global and regional perspectives. *Journal of International Management*. Vol. 5. pp. 207–239.  
<https://cmbp.hu/az-earn-out-konstrukcokban-rejl-lehetsgek/>  
<https://www.naics.com/six-digit-naics/?v=2017&code=48-49>
- Imma Institute <https://imaa-institute.org/>
- Irwin, K. – Gilstrap, C. – McDowell, W. – Drnevich, P. – Gorbett, A. (2022): How knowledge and uncertainty affect strategic international business investment decisions: Implications for cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Business Research*. Vol. 139. pp. 831–842.  
<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.10.001>
- Iwasaki, I. – Kocenda, E. – Shida, Y. (2021): Distressed acquisitions: Evidence from European emerging markets. *Journal of Comparative Economics*. Vol. 49. pp. 962–990.  
<https://doi.org/10.1016/j.jce.2021.04.008>
- Jaworek, M. – Szałucka, M. – Karaszewski, W. (2019): Limiting Factors of Foreign Direct Investment Undertaken By Polish Enterprises. *Journal of East-West Business*. Vol. 25. pp. 293–317. DOI: 10.1080/10669868.2019.1616648
- Jenkinson, T. – Morkoetter, S. – Schori, T. – Wetzter, T. (2022): Buy low, sell high? Do private equity fund managers have market timing abilities? *Journal of Banking & Finance*. Vol. 138. 106424. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106424>
- Johansson, B. – Waldau, F. – Åhlström, O. (2023): What needs making Information Systems Integration successful in the case of Mergers and Acquisition. *Procedia Computer Science*. Vol. 219. pp. 619–625. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.procs.2023.01.331>
- Kameswari, S. – Thenmozhi, V. M. (2022): What determines mergers and acquisitions in BRICS countries: Liquidity, exchange rate or innovation? *Research in International Business and Finance*. Vol. 61. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101645>
- Kanungo, R. P. (2021): Payment choice of M&As: Financial crisis and social innovation. *Industrial Marketing Management*. Vol. 97. pp. 97–114.  
<https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2021.06.012>

- Kazmierska-Jozwiak, B. (2014): Activity of Central Eastern Europe Countries on Mergers and Acquisitions Market. *Social Sciences*. Vol. 83. pp. 72–79.  
<http://dx.doi.org/10.5755/j01.ss.83.1.6864>
- Kleinert, J. – Klodt, H. (2002): *Causes and Consequences of Merger Waves*. Kiel Institute of World Economics, Kiel.
- Kooli, C. – Lock Son, M. (2021): Impact of COVID–19 on Mergers, Acquisitions & Corporate Restructurings. *Businesses*. Vol. 1. pp. 102–114. <https://doi.org/10.3390/businesses1020008>
- Lasher, W. R. (2016): *Practical Financial Management*. Cengage Learning, Boston.
- Lattanzio, G. – Megginson, W. L. – Sanati, A. (2023): Dissecting the listing gap: Mergers, private equity, or regulation? *Journal of Financial Markets*. 100836.  
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.finmar.2023.100836>
- Li, J. – Li, P. – Wang, B. (2016): Do cross–border acquisitions create value? Evidence from overseas acquisitions by Chinese firms. *International Business Review*. Vol. 25. pp. 471–483.  
<http://dx.doi.org/10.1016/j.ibusrev.2015.08.003>
- Martynova, M. – Renneboog, L. (2008): A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking & Finance*. Vol. 32. pp. 2148–2177.
- Mateeua, M. – Andonov, K. (2018): Do European bidders pay more in cross–border than in domestic acquisitions? New evidence from Continental Europe and the UK. *Research in International Business and Finance*. Vol. 45. pp. 529–556. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.09.003>
- Maung, M. (2022): Trust and cross-border mergers and acquisitions. *International Review of Financial Analysis*. Vol. 83. 102262. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102262>
- McCarthy, K. – Dolfsma, W. (2016): *Understanding Mergers and Acquisitions in the 21st Century: A Multidisciplinary Approach*. Palgrave Macmillan, London.
- Milanović, M. – Stamenković, M. (2016): CHAID Decision Tree: Methodological Frame and Application. *Economic Themes*. Vol. 54. pp. 563–586. DOI:10.1515/ethemes-2016-0029
- Moeller, S. – Brady, C. (2014): *Intelligent M&A: Navigating the Mergers and Acquisitions*. Minefield, John Wiley & Sons
- Motta, M. (2004): *Competition Policy: Theory and Practice*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Nagano, M. – Yuan, Y. (2013): Cross–border acquisitions in a transition economy: The recent experiences of China and India. *Journal of Asian Economics*. Vol. 24. pp. 66–79.  
<http://dx.doi.org/10.1016/j.asieco.2012.08.003>
- Peel, M. J. (1995): The Impact of Corporate Restructuring: Mergers, Divestments and MBOs. *Long Range Planning*. Vol. 28. pp. 92–101.
- Sedlaček, J. – Křižova, Z. – Hyblova, E. (2011): Development of mergers and acquisitions in the conditions of the Czech economy 2001–2010. *Acta universitatis agriculturae et silviculturae brunensis*. Vol. 59. pp. 337–346.
- Shena, C. H. – Lin, M. R. (2011): The determinants of cross–border consolidation in eight Asian countries: Before and after the Asian financial crisis. *Journal of Multinational Financial Management*. Vol. 21. pp. 89–105. doi:10.1016/j.mulfin.2010.12.001
- Speitmann, Ö. Ş. (2023): Upstream oil and gas mergers and acquisitions: Domestic transactions in the U.S. *Resources Policy*. Vol. 83. 103594.  
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2023.103594>
- Thivant, E. – Machková, H. (2017): An Analysis of French Mergers and Acquisitions in different Sectors of the Czech Economy. *Central European Business Review*. Vol. 6. pp. 48–60. DOI: 10.18267/j.cebr.172

- Uddin, M. – Boateng, A. (2011): Explaining the trends in the UK cross-border mergers & acquisitions: An analysis of macro-economic factors. *International Business Review*. Vol. 20. pp. 547–556. doi:10.1016/j.ibusrev.2010.11.003
- Šoltés, V. – Pürstinger, G. (2007): Foreign Direct Investments and Mergers & Acquisitions in Slovakia. *Club of Economics in Miskolc*. Vol. 4. pp. 67–73.
- Sun, N. – Kong, D. – Tao, Y. (2023): Does broadband infrastructure affect corporate mergers and acquisitions? Quasi-natural experimental evidence from China. *International Review of Financial Analysis*. Vol. 85. 102461. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102461>
- Yang, J. – Guariglia, A. – Guo, J. (2019): To what extent does corporate liquidity affect M&A decisions, method of payment and performance? Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 54. pp. 128–152. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.09.012>
- Ye, S. – Zhou, J. – Jiang, Y. – Liu, X. (2023): Managers as the bridge: How cultural friction influences the integration of cross-border mergers and acquisitions. *International Business Review*. 102138. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2023.102138>
- Yuan, C. – Jiang, H. – Chen, C. (2023): Differences in returns to cross-border and domestic mergers and acquisitions: Empirical evidence from China using PSM-DID. *Finance Research Letters*. 103961. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103961>