

Böröczky Dezső

---

# PRIVATIZÁCIÓ A BUDAPESTI ÉRTÉKTŐZSDÉN KERESZTÜL

---



BÉT Kochmeister-pályázat 2017

Konzulens: Teremi Márton

2017. június 30.

## Tartalom

1. Bevezetés .....	2
2. A privatizáció elméleti kérdései.....	3
2.1. A privatizáció előnyei és hátrányai .....	3
2.2. A tőzsdén keresztüli privatizáció.....	9
3. A tőzsdei privatizáció története és tapasztalatai Magyarországon.....	11
3.1. Kezdetek vegyes eredménnyel .....	13
3.2. Gyógyszerrészvények a parketten.....	15
3.3. Az magyar bankszektor privatizációja.....	18
3.4. A hazai privatizáció értékelése .....	21
4. Tőzsdén keresztüli privatizáció Közép-Kelet-Európában.....	22
4.1. Privatizáció Lengyelországban .....	25
4.2. PKP Cargo privatizációja.....	27
4.3. Privatizáció Romániában .....	29
4.4. Az Electrica privatizációja .....	30
5. Tőzsdeképes állami vállalatok Magyarországon .....	32
5.1. A tőzsdeképes vállalatok kiválasztásának szakirodalmi háttere .....	33
5.2. A kvantitatív scoring rendszer módszertanának ismertetése .....	34
5.3. A magyar állami vállalatok tőzsdeképességének értékelése.....	45
5.4. A HungaroControl Zrt.....	47
6. Összegzés.....	50
7. Függelék.....	52
8. Forrásjegyzék.....	54

## 1. Bevezetés

*“Bármilyen állami vagyont adnak is el magánkézbe, a legkisebb vagyondarabkától a legnagyobbig, azt valóságos piaci áron kell eladni”* – szögezte le Kornai János a magyar privatizáció előestéjén *Indulatos Röpirat* című munkájában. (Kornai [1989])

Azzal kapcsolatban, hogy a fenti felhívást mennyire sikerült végrehajtani, máig megoszlanak a vélemények. A privatizáció összetett és néha kaotikus folyamatát rendkívül nehéz objektíven értékelni.

A privatizáció a rendszerváltást követően megvalósult legnagyobb átalakítást eredményező folyamatok egyike, mely jelentős mértékben hozzájárult a piacgazdasággal konform tulajdonosi struktúra kialakításához. A magyar privatizáció - megfelelő törvények hiányában spontán módon, még az 1980-as évtized utolsó éveiben indult el. Első hivatalos mérföldköve az ideiglenes vagyonpolitikai irányelvekről szóló 1990. évi 20/1990. (III. 12.) OGY. határozat volt.

Magyarországon és Kelet-Európában a privatizáció értelme jóval több és más, mint a nyugati, kommunista múlt nélküli országokban. Hazánkban a privatizációtól nem csak azt várták, hogy javítsa a vállalatok gazdálkodási hatékonyságát és kiszélesítse a tulajdonosok körét, hanem a privatizáció révén kellett végbe mennie a szocialista gazdaság egész, alapvetően politikai szabályozáson alapuló intézményi rendszere lebontásának, radikális átalakításának. (Major [1992])

A privatizáció igénye tehát elsősorban politikai-jogtechnikai, és nem gazdasági-szakmai síkon merült fel, ami a privatizálás révén elérendő célok felismerését, azonosítását, az alkalmazandó privatizációs technikák kijelölését negatívan befolyásolta. (Katits [1992])

A vállalati átalakulás és a privatizáció egész folyamata a gazdasági hatékonyság mindenáron történő javítása helyett sok esetben a politikai ambíciók és a jövedelmi elosztási megfontolások színtere lett. A változtatás módjáról, a társadalmi igazságosságról és méltányosságról, az alkalmazandó társadalmi preferenciákról alig esett szó. (Bélyácz [1993])

A magyar privatizáció kérdése számos aspektusból elemezhető, a mai napig temérdek mennyiségű hazai és nemzetközi kutatás született a témában. A 2017. évi Kochmeister pályázatra íródott dolgozatom kifejezetten a tőzsdei privatizáció múltját és jelenkori lehetőségeit vizsgálja Magyarországon.

Témaválasztásomat az a felismerés indukálta, hogy a Budapesti Értéktőzsde (BÉT) 4 bluechip vállalata, és az érdemi likviditással rendelkező részvények szinte mindegyike korábban állami kézben lévő vállalat volt, amelyeket nagyrészt a tőzsdén keresztül privatizáltak. A lengyel

kormány 2008-2011 közötti sikeres privatizációs programját, és a varsói tőzsde felfutását tanulmányozva felmerült bennem a kérdés, vajon lehetne-e további magyar állami vállalatokat értékesíteni nyilvános kibocsátások (IPO-k) formájában.

A kérdés fontos, hiszen a fejlett tőkepiac és tőzsde alappillére a versenyképes, innovatív gazdaságnak. Egy jól működő tőzsde elősegíti a részvény- és kötvényági finanszírozást, ami különösen a hitelezés lassulása idején, a banki hitelezésből kiszoruló vállalatok számára kritikus jelentőségű.

Dolgozatom elején szót ejtek a privatizáció makrogazdasági hatásairól, valamint a magánosítás mellett és ellen szóló legfontosabb érvekről. Bemutatom a legfontosabb privatizációs technikákat, különös figyelmet fordítva a tőkepiaci módszereknek.

A 90-es évek magyar privatizációs folyamatainak bemutatása után rávilágítok arra, hogy a privatizáció nem egy lezárult folyamat, napjainkban is számos magánosítás zajlik Európa szerte. Ennek illusztrálására egy-egy közelmúltbeli, tőzsdén keresztüli példát tárok az olvasók elé Lengyelországból és Romániából.

A dolgozat zárásaként egy gondolat kísérlet keretében megvizsgálom azt, hogy napjainkban mely magyar állami vállalatok esetében van racionalitása egy esetleges tőzsdén keresztüli privatizációnak. Munkám során felállítottam egy scoring rendszert, amely véleményem szerint a vizsgált vállalatok sokszínűségéből adódó eltérő működési kereteket és az alkalmazott mutatók korlátait figyelembe véve, jó kiindulási alapot nyújt a nyilvános kibocsátás keretében privatizálandó vállalatok körének megválasztásához a későbbiekre nézve. A bevezetés végén szeretnék köszönetet mondani Teremi Mártonnak, Waberer's International Zrt. befektetői kapcsolatokért felelős munkatársának, aki hasznos tanácsaival konzulensként is segítette a dolgozat megírását.

## 2. A privatizáció elméleti kérdései

A privatizáció mellett és ellen számos érvet fel lehet sorakoztatni, ám fontos az elemzési dimenziót megfelelően megválasztani.

### 2.1. A privatizáció előnyei és hátrányai

A privatizálás mellett szóló érvek túlnyomórészt mikroökonómiai-, míg az állami tulajdonlás mellett szóló érvek makroökonómiai jellegűek (piaci kudarcok, hazai piac védelme, stratégiai iparágak nemzeti kézben tartása, jövedelmek és vagyonok kiegyenlítetttsége, foglalkoztatottság maximalizálása). (Mihályi Péter [2010])

Az állami tulajdonlással foglalkozó szakirodalom nagy mennyiségű kutatással rendelkezik a tulajdonos kilétének kérdéskörében. Joseph Stiglitz [2000] szerint az állami és a magáncégek

hasonló működésbeli jellemzőkkel bírnak: megbízó-ügynök kapcsolat, napi tulajdonosi ellenőrzés hiánya, felelősség delegálása, a menedzsment jelentős autonómiája. Ezen jellemzők mentén a végső tulajdonos kiléte nem lehet meghatározó tényező.

A kutatások másik nagy csoportja nem a tulajdonlást, hanem a verseny szerepét helyezi középpontba. Az állami cégek a folyamatos politikai beavatkozás keretében állnak, a piaci racionalitásuk így csorbul. Gyakran az állami cégek is a piacra lépési korlátok megemlése és a konkurencia kiszorítása mellett állnak ki. A verseny hatása az állami cégeknél a politikai befolyástól függ, tehát konfliktus esetén a tulajdon szerepe erősebb, mint a versenyé. (Voszka [2005]).

Empirikus kutatások alapján kijelenthető, hogy a tulajdonosi forma vállalati teljesítménytől való függetlensége nem teljesül. A modern mikroökonómia három érvet sorol fel ezen állítás mellett (Mihályi Péter [2010]):

1. A tranzakciós költség elmélete szerint az állami vállalatok döntésmechanizmusai rendkívül lassúak, mert a vállalaton kívüli szereplőkkel is egyeztetniük kell (minisztériumok, állami intézmények, pártok). A döntés időbe és pénzbe kerül és irreverzibilis.
2. A módszertani individualizmus azt állítja, hogy az állami vállalatok esetében a közgazdasági elemzés alapegysége nem a vállalat, hanem az egyén. Ez az elmélet az ösztönző mechanizmusban magyarázza, hogy egy állami tulajdonú cégtől miért nem várható el a termék-innováció.
3. Számos állami vállalatra igaz, hogy az állam nem „csak” tulajdonos, hanem a legnagyobb, meghatározó befolyású vásárló. Ilyen például a tömegközlekedés, ahol az állam az utazóknak sok esetben jelentős árkiegészítést ad, máskülönben csökkenne a kereslet a szolgáltatás iránt. (BKK [2011])

De mégis, miért éri meg privatizálni az államnak?

Az egyik legfőbb érv a politikamentesség tétele. Az állami vállalkozások vezetői nem felelnek saját vagyonnal a cégért és nem motiváltak annak hatékony működtetésében. A politika jelenléte erősen befolyásolja az olyan döntéseket, mint az alkalmazottak száma, az alkalmazottak fizetése és a termékek, szolgáltatások ára. Ezek megjelenhetnek egy politikai párt kampányának részeként, és a korrupciós környezetet is erősítik.

Az 1990-es évek első felében az állami cégek vezetése is alkalmazkodott a megváltozott körülményekhez, a piaci orientáció és működési reorganizáció felé tettek lépéseket. Az ebben

a kérdésben készült elemzések azonban rámutattak, hogy a változások csak korlátozottan mentek végbe, és inkább voltak defenzív jellegűek, semmint stratégiaiak. Hosszú távú, átfogó megoldást csak a privatizáció hozhat. (Voszka [2005])

Az önérdékkövetésnek ára van, hiszen a nem gazdasági megfontolásokon alapuló vállalati döntések hatékonytalanná teszik a céget és hatalmas költségekkel járnak. A veszteségek finanszírozása az állami költségvetésből történik, az összeget valamelyik nemzetgazdasági területtől el kell vonni, vagy meg kell teremteni (például adóemeléssel).

Látható tehát, hogy egy nem hatékonyan működő állami cég makrogazdaságilag nagy terhet ró az állampolgárokra, mely politikai szempontból se optimális. Ha az állam a privatizáció mellett dönt, bevételhez jut. Nem csak az eladási tranzakció árával növekszik az állami költségvetés, hanem a piaci alapon hatékonyan működő vállalkozás adójával is. Ezen érvek mellett érdemes az államnak piaci versenykörnyezetbe helyezni vállalatait. (Álmos Telegdy [2012])

Joggal merül fel a kérdés, hogy ha ennyi előnyt nyújt az állam számára a privatizáció, miért maradnak bizonyos vállalatok állami kézben.

Vannak olyan állami tulajdonú cégek, melyek funkciójukból fakadóan bizonyos célt hivatottak szolgálni, ezért nem minden körülmények között lehet vagy érdemes őket privatizálni. Ilyen sajátos állami célként fogalmazható meg például a piaci kudarcok kiküszöbölése. Piaci kudarcok esetén a verseny lehetetlen, nem kívánatos vagy nagyok az externáliák. A piaci kudarcok oka lehet a monopolista-oligopolista piaci szerkezet, a társadalmilag káros mellékhatások, a közjavak és az információs kudarcok (Stiglitz [2000]). Bizonyos esetekben a magánbefektetők nem hajlandók vagy nem képesek a tevékenység hatékony ellátására – az állam viszont igen. Ide tartoznak például a gazdaság olyan stratégiai pontjai, mint a nemzetbiztonság vagy az energetika. A köztulajdon hatására a szolgáltatások minősége javul, ára csökken, az iparág irányítása hatékonyabb, a vállalatvezetés a közérdeket helyezi előtérbe.

Egy szélesen elterjedt szemlélet szerint a privatizált vállalat hatékonyságának növelése költségcsökkentés útján érhető el, mely a leépítéseken és a foglalkoztatottak fizetésének csökkenésén csapódik le, az ezektől való félelem pedig nagymértékben csökkenti a privatizációs hajlandóságot. Egy másik aggály a privatizáció során fellépő korrupció. (Álmos Telegdy [2012])

Manapság elfogadott az a nézet, hogy a tulajdonváltás önmagában nem recept a sikerhez. A magánkézbe adás csak akkor hozza magával a várt pozitív társadalmi és gazdasági hatásokat, ha azt más intézményi változások kísérik: tulajdonjogok pontos definiálása és biztonságuk

garantálása, a verseny strukturális és szabályozási alapjainak megerősítése. A magántulajdon tehát szükséges, de nem elégséges feltétele a hatékony versenypiacok kialakulásához. A végeredmény függ az általános intézményi feltételektől, a tulajdonváltás módszerétől és az új tulajdonosi szerkezet jellemzőitől. (Voszka [2005])

A privatizációs reformoknak különös figyelmet kell fordítani a szabályozói környezetre és az árazási szabályokra. Az államnak nagy szerepe van a versenypiacok támogatásában és a magánszektor gondozásában. Ezt tőkefelhalmozással, növekedéssel, technológiai előrehaladással, egészséges versennyel idézheti elő a közérdekek folyamatos szem előtt tartásával. (Gérard Roland [2008])

A privatizációnak több célja lehet, ahogy az 1. táblázatból is látható. Ezeket gazdasági, politikai, szociális, szakszervezeti és vagyoni dimenziókban sorakoztatják fel. Ezeket a célokat egyidejűleg nem lehetséges teljesíteni egy privatizációs folyamat során, ám fontos iránymutatást ad a végső optimális állapotot tekintve. (Mihályi Péter [2010])

1. táblázat: Privatizáció célja

<b>Gazdasági</b>	<b>Politikai</b>	<b>Szociális</b>	<b>Szakszervezeti</b>	<b>Vagyoni egyenlőség</b>
Hatékonyság	Államtalanítás, politikai korrupció csökkentése	Társadalmi kohézió	Bérfeszültségek enyhítése	Legyen mindenki tulajdonos!
Makroökonómiai stabilizáció	Demokrácia erősítése	Társadalmi béke	Támogatás a reformokhoz	Megtakarítási hajlam növelése (időskori gondoskodás)
Költségvetési hiány enyhítése, államadósság csökkentése	Politikai stabilitás			
Verseny ösztönzése, gazdasági korrupció csökkentése	Nomenklatúra eltávolítása, új tulajdonosi osztály megteremtése			
Állampolgári részvényesi kultúra terjesztése	Szorosabb szövetség a Nyugattal			

Forrás: Mihályi Péter [2010]

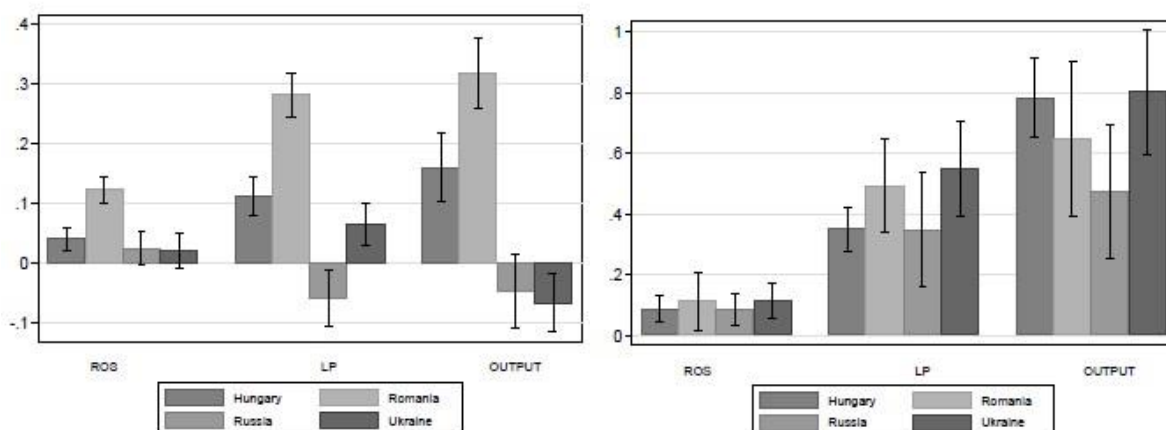
A privatizáció célja lehet tehát a növekedés felgyorsítása, a hatékonyság és termelékenység növelése, az állami szektor kiterjedésének csökkentése, illetve az állam pénzügyi és adminisztratív szerepének és felelősségének csökkentése.

A privatizáció gazdasági hatásairól és a fentebb említett foglalkoztatásra irányult félelmekről számos tanulmány készült. Dolgozatomban Telegdy Álmos 2012-es kutatásai alapján vizsgálom a Magyarországon privatizált vállalatokat, a felhasznált idősor rendszerváltás előtt kezdődik és 2005-2006-ban fejeződik be.

Az említett kutatásban összehasonlítanak állami és privatizált vállalatokat, azonos iparágból, idősoros adatokkal dolgozva. Ezáltal megkísérlik kiszűrni a vállalatokra gyakorolt egyéb gazdasági hatásokat és letisztítani pusztán privatizációs hatásra (ezt relatív méréssel teszik, a nem privatizált állami vállalatokkal összehasonlítva). A szelekciós problémát nehéz kiszűrni, ennek a torzítását mindenképpen szem előtt kell tartani, hiszen privatizációra abban az esetben van kilátás és kereslet, ha a vállalat nyereséges, vagy potenciálisan az lehet. Ezen felül szükséges különbséget tenni a többségi tulajdonossal kapcsolatosan, a külföldi befektetők nagyobb tapasztalattal rendelkeznek, jobban ismerik a piaci mozgást, jobb technológiát tudnak alkalmazni, további finanszírozási formákhoz jobban hozzáférnek.

A privatizált cégek teljesítménye hazai többségi tulajdonos esetében a mutatószámok alapján növekedést mutat (1. ábra): az árbevétel arányos nyereség 0,04 százalékkal, a munkaerő termelékenysége 11 százalékkal, az árbevétel 16 százalékkal emelkedik. Ugyanezen értékek külföldi többségi befektető esetében még magasabbak. (Álmos Telegdy [2012])

1. ábra: Hazai (bal) és külföldi (jobb) tulajdon által privatizált cégek termelékenységi mutatói

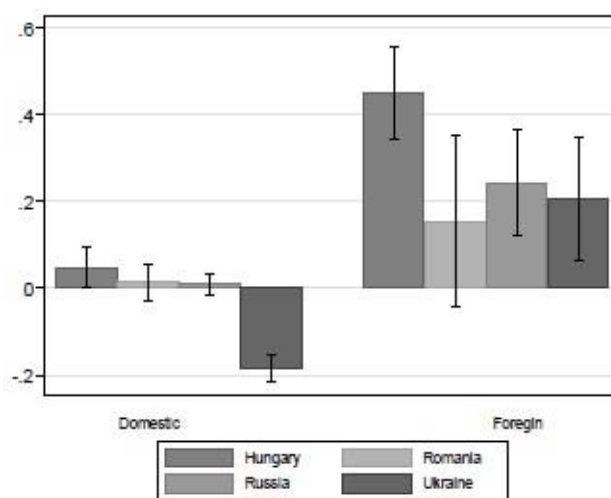


Forrás: Álmos Telegdy [2012]



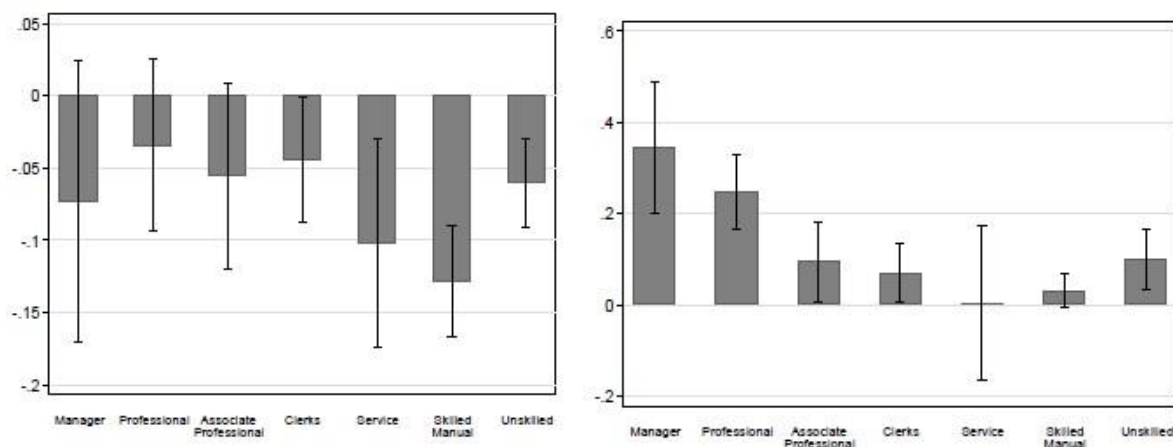
A foglalkoztatottak száma külföldi befektető esetén 40 százalékkal emelkedett, míg hazai birtoklás esetén ez az érték csupán 5 százalék (2. ábra). A béreknél is látványos a különbség, hazai tulajdonos esetén átlagosan 9 százalékkal csökkentek. A változás menedzsereket és a képzett munkaerőt érintette a leghátrányosabban. Ezzel szemben a külföldi befektető esetén a bérek 12 százalékkal növekedtek, és a legnagyobb pozitív hatás a menedzser szintet érintette (3. ábra).

2. ábra: Foglalkoztatottak száma alakulása hazai és külföldi tulajdon esetén



Forrás: Álmos Telegdy [2012]

3. ábra: Béváltozás munkacsoportonkénti bontásban hazai (bal) és külföldi (jobb) tulajdonlás esetén



Forrás: Álmos Telegdy [2012]

Összességében az eredmények nem igazolják azt az elképzelést, hogy a privatizáció során a foglalkoztatás csökkenése várható. Lényeges mérethozadék tapasztalható, a megnövekedett kibocsátás ellensúlyozza a termelékenység növeléséből fakadó fajlagos munkaerő-

csökkenést. A modellben a külföldi tulajdonos magyarázó változó becsült hatása nagymértékű és pozitív, a becslések statisztikailag szignifikánsak.

Habár a hazai felvásárlás 5 százalékos átlagbércsökkenést eredményezett, a külföldi felvásárlások sikertörténeteknek mondhatók, minden mutató esetében növekedést produkáltak. A privatizáció összességében teljesítette a hozzá elvárt célokat és a kisebb bércsökkenés mellett nagymértékben növekedett a hatékonyság. A kutatás alapján a bérek változása a fiatal, képzett munkaerőnek kedvezett.

## 2.2. A tőzsdén keresztüli privatizáció

A privatizációnak számos módja lehetséges, ahogy azt a 2. táblázatból láthatjuk.

2. táblázat: Lehetséges privatizációs technikák

Spontán birtokbavétel	Ingyenes szétoztás	Eszköz használata	Részvények és üzletrészek eladása
Alulról jövő kezdeményezések	Dolgozói szervezetek	Franchise	Tőzsdei bevezetés
„Vadprivatizáció”	Dolgozóknak egyenként	Menedzsment-szerződés	Egyedi aukciók
Bennfentes privatizáció	Tömeges privatizáció	Lízing	Tárgyalásos értékesítés
Dolgozói szervezetek	Vállalati részvények egyedileg	AI-vállalkozás	Vezetői kivásárlás
Felülről jövő kezdeményezések	Beruházási alapokon keresztül		Alkalmazott kivásárlás
Minisztériumok	Decentralizált kormányhivatalokon keresztül		Tőkeemelés
Helyi önkormányzatok	Pénzintézetek bevonásával		Adósság-részvény csere
Egyedi alku külföldi vevővel	Holding létesítésével		

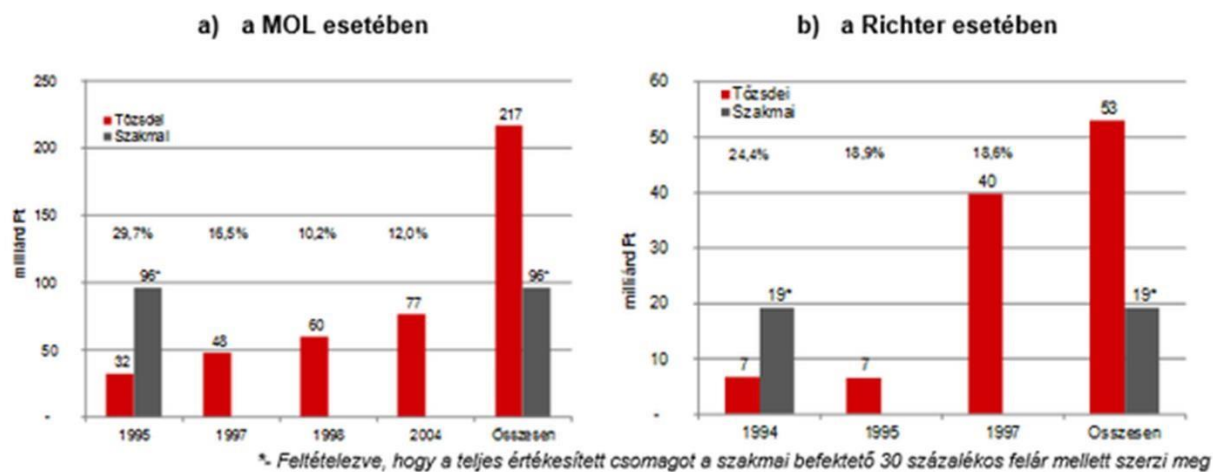
*Forrás: Mihályi Péter [2010]*

A kifejezetten tőzsdei privatizáció számos előnnyel rendelkezik az egyéb privatizációs technikákhoz képest a stakeholderek számára. Az állam számára általánosabb makrogazdasági előnyöket kínál, a társaságok esetében gyakorlatibb érvek szólnak mellette. Korányi G. [1999] alapján ezek a következők:

1. A jó minőségű állami vállalatok tőzsdei bevezetése fejleszti a tőkepiacot. Lehetőséget ad az ország nemzetközi pénzügyi rendszerbe való mélyebb integrációjára, mely a külföldi tőkebefektetéseket is elősegíti. A lakosság magán megtakarításait is mozgósítja, jobb lehetőség a diverzifikációra.

2. A tőkepiaci tranzakciók átláthatóbbak, mint a többi technika, ezért a politikai támadások is kivédhetőek.
3. Egy jól sikerült tőzsdei privatizáció politikai sikernek könyvelhető el.
4. A tőzsdei megjelenés a társaság számára forrásbevonási lehetőséget ad, tőzsdei bevezetést megelőző kibocsátás során élhetnek a tőkeemelés lehetőségével. A már tőzsdén lévő cégek egyszerűbben érik el a nemzetközi tőkepiacot.
5. Részvényben fizethető az osztalék, mely sok intézményi befektető számára vonzóbb. Ez a megoldás gyarapítja a társaságok saját forrásait és a fizetési mérlegre is jótékony hatással van.
6. Tőzsdei nyilvánosság PR-szempontról is kihasználható, mely nem csak a részvényt, hanem a céget is ismertebbé teszi. Kisebb cégek számára anyagilag elérhetetlen sajtóbeli jelenlétet jelent.
7. A tőzsdén keresztül realizálni lehet a kedvezményrel vásárolt alkalmazotti részvényeken elért árfolyamnyereséget, a tőzsde alkalmat biztosít a felső vezetés részvényopciók formájában megvalósult – adózási szempontból kedvező – premizálására.
8. A tőzsde felértékelheti a még el nem adott részvényeket. A privatizációs bevételek maximalizálásának legjobb módja ugyanis, ha az értékesíteni szándékozott tulajdonrészt nem egyszerre, hanem időben elhúzva értékesíti az állam, így kihasználva az időközben felfutó részvényárakat. Például amennyiben a teljes MOL részvénycsomagot egy tranzakció keretében privatizálták volna az eredeti áron, akkor összesen csak 74,1 milliárd forint bevételt realizált volna az állam, 143 milliárd forinttal kevesebbet, mint a szakaszos értékesítés során. A Richter Gedeon gyógyszergyár esetében pedig 3,6-szor magasabb bevételt eredményezett a türelem (lásd. 4. ábra). Arról sem szabad megfeledkezni, hogy az el nem adott részvények után az államot osztalék illeti meg. (BÉT [2015])

4. ábra: A többlépcsős értékesítés eredménye a szakmai befektetőknek történő egyszeri értékesítéssel szemben (az egyes évekhez hozzárendelve az értékesített állami tulajdonrészek)



Forrás: BÉT [2015]

Azonban a tőzsdei bevezetésnek vannak aspektusai, melyeket a bevezetés előtt érdemes komolyan megfontolni. Az ellenérvek többségének középpontjában a megugrott költségek találhatóak. A tőzsde által kért évközi jelentések többlet-terhet rónak a cégekre, verseny szempontjából ez hátrányt is jelenthet. Erre jó példa a Plotinus Nyrt., amely bár nem állami cég volt, de pont a magas adminisztrációs költségekre hivatkozva jelentette be a tőzsdéről való kivonulását 2017-ben.

A bevezetés és forgalomban tartás is magas díjjal jár, ennek során a tőzsdei auditorokat is finanszírozni szükséges. A tőzsdén keresztüli privatizáció ellen szólnak továbbá a magas tanácsadói díjak és a közvetlen eladáshoz képest magas tranzakciós költség. (Korányi G. [1999])

### 3. A tőzsdei privatizáció története és tapasztalatai Magyarországon

Amint azt az előző fejezetben is láthattuk, az állami vállalatok magánkézbe adásának egyik legfontosabb eszköze a tőkepiaci értékesítés. Így nem meglepő, hogy hazánkban és a többi közép-kelet-európai országban a többé-kevésbé azonos nemzetközi normák szerint működő értéktőzsdék felállítása megelőzte a privatizáció igazi beindulását.

A Budapesti Értéktőzsde történetének első hivatalos mérföldköve az 1989 októberében hozott kormánydöntés, amelynek nyomán 1990-ben elfogadásra került és hatályba lépett az új értékpapírtörvény. A Budapesti Értéktőzsde alakuló közgyűlését 1990. június 21-ére tűzték ki, amelynek eredményeként még aznap, újra megnyitotta kapuit a Tőzsde 41 alapító taggal és egyetlen bevezetett részvénnel, az IBUSZ-szal. (Korányi G. – Szeles [2005])

A tőzsdei bevezetések során a kedvező pénzügyi adatok, a kiemelten jó cash-flow eredmény mellett a piaci stabilitás és az üzleti ismertség is sokat nyomott a latban. A magyar gazdaságpolitikában konszenzus volt a tekintetben, hogy hatékony privatizáció jól működő tőzsde nélkül, illetve a tőzsde fejlődése a privatizációs eredetű részvénykínálat nélkül nem képzelhető el. (Korányi G. [1999])

2004-ig a privatizációs technikák mindegyikét tekintve összesen 2700 privatizációs tranzakciót bonyolítottak le a privatizációs szervezetek (1990-1995 júniusa között az ÁVÜ, 1993-1994-ben az ÁV Rt., 1995 júliusától az ÁPV Rt.). Ebben természetesen nincs benne az a közel 11000 kis üzlet, bolt, étterem stb., amelyeket az előprivatizációs programban árverések keretében értékesítettek.

3. táblázat: A magánosítás során alkalmazott értékesítési módszerek és technikák

Alkalmazott módszer, technika	A tranzakciók száma szerinti megoszlás		A tranzakciók szerződéses értéke szerinti megoszlás	
	db	%	Mrd Ft	%
Pályázat (nyílt, zártkörű, meghívásos stb.)	1420	52,6	649,58	38,70
Nyilvános árverés	44	1,6	72,18	4,30
Tőkepiaci módszerek (nyilvános és zárt körű kibocsátás, tőzsdei kibocsátás tőzsdei aukció stb.)	135	5,0	689,89	41,10
Kárptöltési jegy ellenében történt értékesítés	82	3,0	182,65	10,88
Értékesítés dolgozók részére (MRP stb.)	656	24,3	47,00	2,80
Vezetői kivásárlás (MBO stb.)	12	0,5	1,68	0,10
Egyszerűsített privatizáció	91	3,4	6,16	0,37
Egyéb (privatizációs lízing, elővásárlási jog alapján, részvénycsere stb.)	260	9,6	64,64	3,75
<b>Összesen</b>	<b>2700</b>	<b>100,0</b>	<b>1678,51</b>	<b>100,00</b>

Forrás: Báger Gusztáv - Kovács Árpád [2004]

A 3. táblázatból kiolvasható, hogy a tőkepiaci módszerekkel történt értékesítések nagysága értékben eléri a 41 százalékot (a tranzakciók számában mérve 5 százalék), ami azt mutatja, hogy ennek keretében kevesebb, de igen értékes cégeket adtak el (energetikai, kommunikációs cégek, bankok stb.). (Báger-Kovács [2004])

A tőkepiaci módszerekkel történt sikeres értékesítések azt is igazolják, hogy a pénzügyi és intézményi befektetők szívesen vásároltak magyar papírokat, ruháztak be magyar cégekbe, ami egyben a magyar gazdaság iránti bizalom jele is volt. A tőzsdei bevezetés mind a készpénzes hazai nyilvános, mind a zártkörű intézményi értékesítéseknél alapvető, hiszen a pénzügyi intézmények többsége tőzsdén kívüli részvényeket nem vagy csak minimális

mértékben tarthat portfóliójában. Fontos leszögezni, hogy a privatizációs szervezetek a társaságok részvényeinek általában kisebbségi hányadát adták el.

### 3.1. Kezdetek vegyes eredménnyel

Az IBUSZ kibocsátás egyszerre volt a 42 évig szünetelő magyar tőzsde és a privatizáció hivatalos premierje. Előtte ún. spontán privatizációról beszélünk. A spontán privatizáció 1988-tól 1990 márciusáig, az Állami Vagyonügynökség (ÁVÜ) megalakulásáig tartott és lényegében felsőszintű (állami) kontroll nélkül folyt. Tipikus formája az volt, amikor az állami nagyvállalatok menedzsmentje lényegében tulajdonosi jogosítványokkal a horizontálisan szervezett gyáraikat, gyáregységeiket társasági formába szervezték. E privatizáció eredményeként 1990 májusára, az Antall-kormány megalakulására lényegében alig találunk állami vállalatot Magyarországon, amelyik ne alapított volna valamilyen gazdasági társaságot. A spontán privatizáció tehát nem jelentett valódi értékesítést, a szó szoros értelmében vett privatizációt, a tulajdonos továbbra is az állam maradt. (Báger-Kovács [2004])

A kontrollálatlan vagyonátszivattyúzás megszüntetése érdekében a 1990 szeptemberében indult útjára az ÁVÜ szervezésében az Első Privatizációs Program (EPP), amely a brit példát követte, a nyugati országokban is alkalmazott privatizációs módszereket kísérelte meg átültetni a magyar gyakorlatba, például a nyilvános részvényértékesítést (tőzsdei bevezetést). A Program a nemzetgazdaság szinte teljes keresztmetszetét reprezentáló, magyar viszonylatban nagy és az átlagosnál jobb eredményeket felmutató húsz vállalatra terjedt ki (4. táblázat). (Botka et al. [1992])

4. táblázat: A magánosításra meghirdetett 20 állami vállalat főbb adatai

		Könyv szerinti vagyon (MFt)	Tanácsadó cég neve
1	HUNGARHOTELS	11000.0	SwissBank Corp.
2	HUNGEXPO	1600.0	CCF Corp.
3	MÉH Tröszt	3700.0	E.Rotsch (Párizs)
4	Tritex	700.0	Landerbank
5	Pietra	653.0	Wricor Grp
6	IDEX	618.0	Hydec- Agrocons.
7	KNER Nyomda	1500.0	CCF Corp. Finance
8	Erdőgép	61.0	Co-Nexus
9	KUNEP	197.0	Ernst & Young
10	IBUSZ	4191.9	Rotschild London
11	Salgótarjáni Síkúv.	1186.0	Daiwa Europ.Ltd.
12	INTERGLOB	761.0	DRT Touche Rosse
13	Volán Tefü	1554.0	KPMG PeatMarwick
14	Hollóházi Porcelán	416.0	Nesbitt Thomson G.
15	Gamma Művek	883.1	Pénzügy Kutató Rt.
16	Pannonplast Műanyagipari V.	2649.8	Credit S. First Bost
17	Pannónia	2862.0	J.P.Morg.
18	Danubius	2453.0	Nomura
19	CENTRUM	5200.0	Barclays de Zoette Wedd/coop.
20	Richter Gedeon Rt.	12417.0	Nomura/OKHB
	Összesen	54.602.8	

Forrás: Báger Gusztáv - Kovács Árpád [2004]

A Budapesti Értéktőzsde indulása és az IBUSZ papírok jegyzése hamar eljutott a nyugati intézményi befektetőkhez, akiknek köszönhetően a felajánlott csomagot (400 ezer darab új részvény és 40 ezer darab ÁVÜ tulajdonában álló részvény) 23 szorosán jegyezték túl. A kielégítetlen keresletből adódóan a kereskedés megindulását követő pár napban elképesztő emelkedést mutattak a részvények. A Bécsben is jegyzett papír árfolyama 2 kereskedési nap után már 168%-kal emelkedett. A politikai döntéshozói körök először a hihetetlen emelkedés láttán az állami vagyont „elkótyavetyéléséről” és a részvényeket a magyar kisbefektetők elől elhalászó külföldi brókerekről beszéltek. Miután alig három hónap múlva a részvények a kibocsátási árfolyam alá estek, már olyan hangok láttak napvilágot, hogy az állam botrányos módon félrevezette a befektetőket. Az IBUSZ pakett többi részét az ÁVÜ tőzsdén kívül, pályázat nélkül értékesítette. (Mihályi [2010])

A felemásra sikeredett első tőzsdei privatizáció egy időre elvette az ÁVÜ kedvét a tőzsdén keresztüli értékesítéstől, és jelentősen visszavetette az EPP előrehaladását. A pangó BÉT vezetésének lobbierője és a befektetők „éhsége” azonban elég volt ahhoz, hogy 1991-ben további három – EPP-n kívüli – vállalatot (Styl, Bonbon Hemingway, Zalakerámia) privatizáljanak a tőzsdén keresztül. Az ÁVÜ ezúttal óvatosabb volt, és abból a célból, hogy elkerüljék az IBUSZNÁL tapasztalt vesszőfutást, a tőzsdei bevezetés előtt már mindhárom esetben bevont egy külföldi stratégiai tulajdonost. (Korányi G. [1999])

Az EPP keretében végül a 4. táblázatban látható cégeknek csak alig több mint felét sikerült értékesíteni, egy részüket később más módon privatizálták, ugyanakkor néhány, korábban kiválóan működő vállalat az új körülmények között életképtelennek bizonyult és a felszámolás sorsára jutott. Az ugyancsak még 1990-ben meghirdetett Második Privatizációs Program (MPP) se váltotta be a hozzá fűzött reményeket. A programhoz tartozó vállalati vagyonkezelő központok működésének ellehetetlenülése sokszor további állami vagyonvesztést okozott. (Mihályi [1998])

Az ún. Kisbefektetői Részvényvásárlási Programot (KRP) 1994-ben hirdették meg. Célja egyrészt a privatizáció felgyorsítása volt, másrészt azt is várták tőle, hogy a társadalom egy szélesebb köre is részesedhessen a hazai vállalatokból, ugyanis 1994-ig a privatizáció elsősorban (külföldi) szakmai befektetők számára kedvezett. A KRP két alrendszer keretében valósult meg. Az egyik, hogy minden nagykorú magyar állampolgár egy 100 ezer forintos keret erejéig részletre is vásárolhatott értékpapírokat, míg a másik alrendszerben az alanyi jogon szerzett kárpótlási jegy tulajdonosok cserélhették kárpótlási jegyeiket részvényekre. (Vályi [1994])

A munkavállalói rész tulajdonosi program (MRP) és a hozzá kapcsolódó vezetői kivásárlás (Management Buy Out - MBO) 1992. júliusban lépett hatályba. Az MRP célja az volt, hogy a vállalat vagy gazdasági társaság részvényeit, üzletrészeit az ott dolgozók szerezhessék meg, akik az ügylet lebonyolítására egy szervezetet hoztak létre. A munkavállalók átlagosan 95%-os árfolyamon vásárolták meg a részvénycsomagokat. A dolgozók részesedése a privatizáció után általában 70-80% körüli volt, a többi részvény, az önkormányzati részen kívül az ÁVÜ kezén maradt többnyire kárpótlási célokra. (Kákosy [1994])

Az MRP módszert többnyire kis és közepes méretű cégeknél választották, de sok esetben találkozhatunk vele a nyilvános tőzsdei értékesítések kiegészítéseként is (Pl. Richter, OTP, Mol). A programba csupán 250–300 vállalatot vontak be, így a magyarországi privatizáció során alig jött létre dolgozói tulajdon, helyette inkább a vezetői tulajdon és a többségi tulajdonosi formák jellemzők, nagyarányú külföldi részvétellel. (Telegdy-Earle [2008])

A felsővezetők közötti startégiái interakciók, konfliktusokkal terhes járadékszerző erőfeszítések és pozícióharcok több szempontból is alapvetően befolyásolták az MRP programok lefolyását és kimenetelét. Egyfelől nagymértékben megnehezítették, sőt sok esetben megghiúsították a belső kivásárlási és munkavállalói rész tulajdonosi kezdeményezéseket, másfelől megkönnyítették a potenciális új tulajdonosok dolgát. Ellentétben a többi országgal, a dolgozóknak nem voltak különleges jogaik, és kuponos privatizációs eljárást sem alkalmaztak az állami tulajdon csökkentésére. (Fogarasy-Szántó [2011])

A következőkben a magyar gyógyszeripar és a magyar bankpiac magánosítását fogom részletesebben is bemutatni. Választásomat egyrészt az indokolta, hogy mindkét ágazat nemcsak akkor, de napjainkban is a magyar gazdaság kulcsfontosságú szektora, másrészt így betekintést nyerhetünk a magyar tőzsde 4 bluechip vállalata közül kettőnek a tőzsdén keresztüli privatizációs folyamatába.

### 3.2. Gyógyszerrészvények a parketten

Több mint 2 évtizeddel ezelőtt, 1994. november 9-én kezdődött meg a tőzsdei kereskedés a Richter Gedeon Nyrt. részvényeivel a Budapesti Értéktőzsdén 1330 forintos bevezetési áron (ez a részvényfelosztás utáni árfolyamon 133 forintnak felel meg). A vállalat a bevezetéskor a legnagyobb súlyú részvény volt 19 százalékos súllyal a BUX kosarában. Azóta a harmadik helyre csúszott vissza, mivel idő közben az OTP és a Mol is a BÉT piacára lépett.

A gyógyszeripar volt Magyarország első olyan ágazata, amely teljes egészében részvénytársaságokból állt. A 6 nagy korábbi állami gyógyszergyárból 3 járta meg a tőzsdét (az Egis és a Richter 1994-ben debütált a parketten, míg a Human csak 1995 júliusában). A



másik hármat, a Chinoint, a Biogalt és az Alkaloidát csak az 1993 végi privatizációs kárpótlási jegycsere hullám érte el.

A Richter már az EPP-be is bekerült, de a drasztikusan visszaeső keleti értékesítések miatt 1992-ben elért 2,1 milliárd forintos vesztesége elriasztotta a befektetőket. 1992 végén Bogsch Erik vette át a cég vezetését, és ezután sikeres reorganizáció kezdődött meg.

A társaság privatizációja 1994 októberében indult, amikor is egyszerre zajlott nemzetközi zártkörű értékesítés és hazai nyilvános kibocsátás. A háromszoros túljegyzés és a száznál is több intézményi befektető ellenére a forgalmazók nagyon óvatosan áraztak, és az előre meghatározott ársáv alsó szélé közelében állapították meg a kibocsátási árat. 12,3 dolláros áron végül 5,1 millió részvény talált gazdára a nemzetközi piacon, melyek forrása egy 25%-os tőkeemelés, és a Magyar Hitel Bank 3,9%-os részesedése volt. (Korányi G. [1999])

A Richtert nemcsak a bécsi, berlini és müncheni tőzsdékre, de a londoni SEAQ kereskedési rendszerbe is bevezették, ahol 15,38 dolláros árfolyamon kerestek vele. Ez 25%-kal haladta meg a magyar kibocsátási árat, így nem meglepő, hogy a részvényt jegyezni akaróknak 6-8 órát kellett sorban állniuk, hogy benyújthassák a gyakorlatilag azonnali biztos profittal kecsegtető, végül 13 db részvényig kielégített igényüket. A hazai emisszió a külföldi volumennek kevesebb mint 10%-a volt, ami jól jelzi az ÁPV óvatosságát. (Korányi G. [1999])

1995 nyarán, az OTP sikerén felbuzdulva az ÁPV elhatározta, hogy végre jelentősebb bevételre fog szert tenni 62,5%-os Richter pakettjéből. A privatizációs szervezet a részvények 19,5 %-át kínálta fel eladásra, a nyilvános külföldi intézményi értékesítés és a hazai nyilvános kibocsátás mellett ezúttal dolgozói értékesítésre is sor került. Az alkalmazottak számára igénybe vehető maximális árkedvezmény 6 havi átlagbér összegének felelt meg, a készpénzes részre pedig részletfizetést biztosított az ÁPV. A felsővezetők a dolgozóknál nagyobb mennyiséget jegyezhettek, azonban a mennyiségek nagyságrendekkel tértek el az OTP vezetők több tízezer darabos részvénycsomagjaitól, ami jól jelzi a két menedzsment prioritásainak különbözőségét. A dolgozók által meg nem vásárolt részvényekre maga a társaság kapott opciót kibocsátási áron későbbi menedzseropció céljaira. (Mihályi [2010])

Az 1993-1996 között forgalmát megduplázó, eredményét hatszorosára növelő, az addigi piacvezető Egist maga mögé utasító Richter sikere a tőzsdei árfolyamban is megmutatkozott. Míg az 1994-es év végi záróárfolyam 2395 forint volt, addig 1997 tavaszán már a 12 000 forintot is meghaladta az árfolyam. Ilyen előzmények után került sor a Richter harmadik, kombinált értékesítésére 1997 májusában. Nem pusztán az ÁPV számára ismerős kör, a feltörekvő piacokra szakosodott befektetési alapok szerettek volna Richter részvényeket, de

a világ nagy gyógyszeripari alapjai is bővíteni szerették volna a portfóliójukat a magyar gyógyszergyár papírjaival. A magyar intézmények a 2,6 millió darabos zártkörű értékesítésből 200 000 darabot kaptak az átlagnál valamivel magasabb átlagos kielégítési arány mellett, míg a magyar kisbefektetők további 200 000 részvényt kaptak a nyilvános kibocsátás keretében. Az értékesített részvények közül az 1 millió darab új részvény az alaptőkét 5,7%-kal növelte. A kibocsátás ezáltal erőteljesen javította a cég tőkehelyzetét, mivel a tőzsdei árfolyam 1997 áprilisában már ötszörösen múlta felül az egy részvényre eső saját tőkét. (Korányi G. [1999])

A kibocsátás kapcsán az ÁPV és a Nyugdíjbiztosítási Önkormányzat megmaradt - a megemelt alaptőke összesen 25,7 százalékára kiterjedő - részesedésére 2000. december 31-ig tartó értékesítési moratóriumot vállalt. A vállalatban a 25% feletti állami részesedés a mai napig megmaradt.

Az Egis eladásaiban a szovjet utódállamok piacainak szerepe jóval kisebb volt, mint a Richternél, ezért a társaság hamarabb kiheverte a KGST összeomlását. A gyógyszergyár hitelállománya azonban meglehetősen magas volt, így a hitelterhek megkönnyítése érdekében 1993 decemberében zártkörű alaptőke-emelést hajtott végre, melynek során az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bank (EBRD) 30%-os tulajdonossá vált. (Mihályi [2010])

Az Egis 1994 júniusában ment tőzsdére. A nyilvános kibocsátás keretében 635 ezer darabot értékesítettek kárpótlási jegy cserével (jegyzett tőke 8,2%-a), 515 ezer darabot készpénzes jegyzéssel (6,6%) magyar befektetőknek. A külföldi intézmények összesen 1 381 ezer részvényt vásárolhattak meg (36 %).

Az Egis kibocsátás legérdekesebb részét a kárpótlási jegyekért cserébe vásárolható részvények jelentették, ugyanis a készpénzes jegyzéshez képest 60%-os diszkonttal lehetett hozzájutni az értékpapírokhoz. A 90 jegyzőhely többségét már korán reggel biztonsági emberek és főként munkanélküliekből és diákokból álló bér-sorbanállók hada szállta meg. A vásárlásra jogosító meghatalmazásokat tömegesen hamisították, több iroda előtt pedig verekedések törtek ki. (Korányi G. [1999])

1995. augusztus 1-jén az ÁPV Rt. eladta tőzsdei tranzakció keretében az Egisben még meglévő 28%-os részesedését külföldi befektetőknek. Ezzel teljes egészében megszűnt az állami tulajdonlás a társaságban. 1995 decemberében az Egis részvényeinek 51%-át megvásárolta a francia Servier gyógyszergyár. 2013. december 11-én a Servier-csoport a kizárólagos tulajdonában álló Arts et Techniques du Progres-en keresztül - az Egis-részvények 100 százalékának tulajdonosává vált. (Egis [2016])

### 3.3. Az magyar bankszektor privatizációja

1987. január 1-én, a közép-európai szocialista országok közül elsőként, létrejött a kétszintű bankrendszer Magyarországon. Öt kereskedelmi bank kezdte meg – a deviza- és a lakossági bankügyletek területét leszámítva – csaknem teljes körű működését: A Magyar Hitel Bank, az Országos Kereskedelmi és Hitelbank, a Budapest Bank, a Magyar Külkereskedelmi Bank és az Általános Értékforgalmi Bank. A magyar bankrendszer privatizációja során a tőzsde lényegesen kisebb szerepet töltött be, mint arra előzetesen számítani lehetett. (Antal – Surányi [1987])

Probléma volt, hogy a kereskedelmi bankok hitelkeretét továbbra is a jegybanki refinanszírozás határozta meg. Szintén gondot jelentett a nem megfelelő tőkeellátás (1987-ben a három MNB utódbank összesen 20 milliárd forint alaptőkével, valamint 450 milliárd forint kihelyezéssel rendelkezett) és az „egészségtelen” tulajdonosi szerkezet. Ez utóbbira vonatkozólag Várhegyi Éva ([1998a], 909. old.) megjegyzi: *„a bankok állami vállalati tulajdonlása (és főleg, ha a tulajdonos vállalatok egyben az adott bank ügyfelei is) nem teremt megfelelő háttérrel a prudens banki működéshez, igaz, a rövidlátó szabályozó rendszer segítségével felduzzasztott magas banki jövedelmek és az erre alapozott expanziók akkor még leplezték nem hatékony működéseket.”* Ilyen előzmények után nem meglepő, hogy az Antall-kormány hivatalba lépésekor az időközben „gomba módra megszorodott” bankok egy jelentős része a válság tüneteit viselte magán (Várhegyi [1991]).

A kormány 1993-ban kezdődött hitel-, adós- és bankkonszolidációs programja végül megelőzte a kiterjedt bankpánik kialakulását és helyreállította a bankok hitelezőképességét, de csak úgy, hogy mintegy 350 milliárd forint összegű államkötvényt költött a rossz adósok hitelinek a megvásárlására és a bankok feltőkésítésére. A bankkonszolidáció során nem valósult meg a banki portfóliók teljes megtisztítása, azokban sok maradt a kétes kockázatú hitelkövetelés és a nem megfelelő hozamú államkötvény. Az állami segítségfolyam megállításának érdekében ismét napirendre került a korábban már többször beharangozott privatizáció. (Várhegyi [1995b])

A döntéshozókat megosztottság jellemezte a kérdésben, ezért a rendszerváltás utáni első kormányciklus idején mindössze a Magyar Kereskedelmi Bank privatizációjára került sor. A többi nagybank a céltartalék-képzési szükséglet csökkenése ellenére, a konszolidált ügyfelekkel szemben alkalmazott magas kamatrést (a vegyes bankokhoz képest) nem tudta elégséges mértékben csökkenteni, ami tovább fokozta a piaci kiszorulás tendenciáját ezért az 1994-ben megalakult kormány a privatizáció minél gyorsabb véghezvitelét tűzte ki célul. A bankválság közepette a tőzsdei kibocsátás szóba sem jöhetett, hiszen az eladói nyomás és a

folyamatosan csökkenő árfolyam miatt eleve kudarcra volt ítélve egy ilyen lépés. A privatizációról szóló törvényjavaslat elfogadása után a legfőbb feladat a komoly, szakmai befektetők megtalálása volt. Nem meglepő módon ehhez a legtöbb esetben pótlólagos állami tőkeinjekcióra volt szükség. (Várhegyi [2002])

Az MNB utódbankok közül elsőként a Budapest Bankot (BB) sikerült privatizálni 1995 decemberében. Az amerikai General Electric Capital és az Európai Beruházási és Újjáépítési Bank (EBRD) a BB részvényeinek 60 százalékát kitevő pakettet vásárolt. Opciók jogának lehívásával a GE 2001-ben a bank fő tulajdonosává vált, miután megvásárolta az EBRD, az ÁPV Rt., valamint a kisoroszvényesek tulajdoni hányadát. (Mihályi [1997])

A BB bankcsoport 2015. június 29-én állami tulajdonba került, amikor az MFB (Magyar Fejlesztési Bank) Csoporthoz tartozó Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt. megvásárolta a GE Capital-től a Budapest Bank Zrt. 100 százalékos üzletrészt.

Magyarország 1996-ban csatlakozott az OECD-hez, ami kedvezően hatott a privatizációs hullámra. Több kisebb bank mellett a Magyar Hitel Bank is elkelt. Többségi tulajdonosa a holland ABN Amro Bank lett. A nagybankok közül utolsónak a K&H-t privatizálták 1997-ben. A kiírt tender győztese a belga Kredietbank és az ír Irish Life biztosítótársaság alkotta konzorcium lett, amely előbb a Bank részvényeinek 9,6 százalékát jelentő csomag megvásárlásával szerzett részesedést, majd ezt követően – 60 millió amerikai dollár értékben – tőkeemelést hajtott végre (Mihályi [1997]). 2001-ben e két utóbbi MNB utódbank (MHB, K&H) fuzionált egymással.

Az OTP bank tőzsdei bevezetése annak eredménye volt, hogy a bankóriás magánosításánál a pénzügyi szempontok bevallottan másodlagosak voltak a gazdaságpolitikai célokhoz képest (a bank hazai kézben tartása), ami a bank súlyát tekintve érthető is, hiszen 1994 végén a lakossági betétállomány 62 százalékát adta, a szektor mérlegfőösszegének pedig 29 százalékát.

A tényleges privatizáció 1992-ben kezdődött, amikor 1,15 milliárd forint névértékű törzsrészcsejévi fix, 12 százalékos osztalékot biztosító elsőbbségi részvényre alakítottak. Ebből 893 millió forintnyi papírt kárpótlási jegy ellenében értékesítettek. A második lépcső, 4,6 milliárd forint névértékű törzsrészcsejévi kárpótlási jegyre cserélése 1994 májusában következett, jelentős mértékű túljegyzés mellett. A helyi önkormányzatok – a belterületi ingatlanok fejében – ugyanennek az évnek a végén jutottak 2 százaléknyi OTP-tulajdonhoz. A stratégiai cégek közül az OTP részvényei kerültek legmagasabb arányban (20%) értékesítésre kárpótlási jegyekért cserébe. (Korányi G. [1999])

Időközben az 1994. évi éves rendes közgyűlés informatikai fejlesztésekre 5 milliárd forintos tőkeemelést hajtott végre, amelyet a Pénzügyminisztérium jegyzett le. Az OTP ún. „nemzeti bajnok” státuszát az 1995-ös koncepció alapozta meg, amelyben rögzítették, hogy a külföldi befektetők egyenként 5, a magyar befektetők pedig egyenként maximum 10 százalékot szerezhettek a bankban. Ez a modell a pénzügyi befektetők szórt tulajdonának kialakítását célozta. Ezután nem volt akadálya annak, hogy 1995 augusztusában – az Inter-Európa Bank után másodikként – újabb, ráadásul a legnagyobb hazai hitelintézet részvényei kerüljenek be a Budapesti Értéktőzsde forgatagába. A tőzsdei kibocsátást zártkörű dolgozói és vezetői értékesítés egészítette ki. Tovább színesítette a birtokosi palettát, hogy a két társadalombiztosítási önkormányzat még májusban – az évek óta ígérgetett vagyonátadás részeként – 10-10 százalékos részvénycsomagot kapott az OTP Bankban. (Báger-Kovács [2004])

A magánosítás következő lépése még váratott magára, a privatizációs törvény ugyanis a tartósan állami tulajdonban maradó vállalatok közé sorolta az OTP-t (25 százalék + 1 szavazatot biztosító tulajdonhányaddal). 1997-ben az elnöki és vezérigazgatói posztot (és az 1995-ös zártkörű vezetői értékesítés által jelentős tulajdonosi részesedést) birtokló Csányi Sándornak sikerült meggyőznie Horn Gyula kormányfőt és Medgyessy Péter pénzügyminisztert, hogy a különleges jogokat megtestesítő szavazatsóbségi részvény (aranyrészvény) elegendő beleszólást biztosít az államnak az OTP stratégiai kérdéseibe. A 25% százalékos részvénypakett értékesítésére végül ugyanazon év októberében került sor. (Várhegyi [1998b])

Ekkor úgy tűnt, az OTP magánosítása lezárult, azonban társadalombiztosítási önkormányzatok birtokában még mintegy 4,1 millió darab részvény volt. Ezt 1999 októberében hazai nyilvános kibocsátás és zártkörű intézményi értékesítés keretében értékesítették, összesen 3 946 562 részvényt. A nagy keresletre való tekintettel az ÁPV-nek alig kellett diszkontot adnia az árazás napján az akkor 10 055 forinton forgó OTP részvények árából. (Korányi G. [1999])

Az OTP részvények értékesítése összesen 90,2 milliárd forintos készpénzes és 5,8 milliárd forintos kárpótlási jegyes bevételt hozott az államnak. A privatizáció nemcsak a bank fejlődése, de az eladó szempontjából is viszonylag sikeresnek mondható, ám az jórészt azon a szerencsés véletlenen múlt, hogy a társadalombiztosítási önkormányzatok 1999 előtt az ingyen kapott részvényeiknek csak az egyharmadától váltak meg. (Korányi G. [1999])

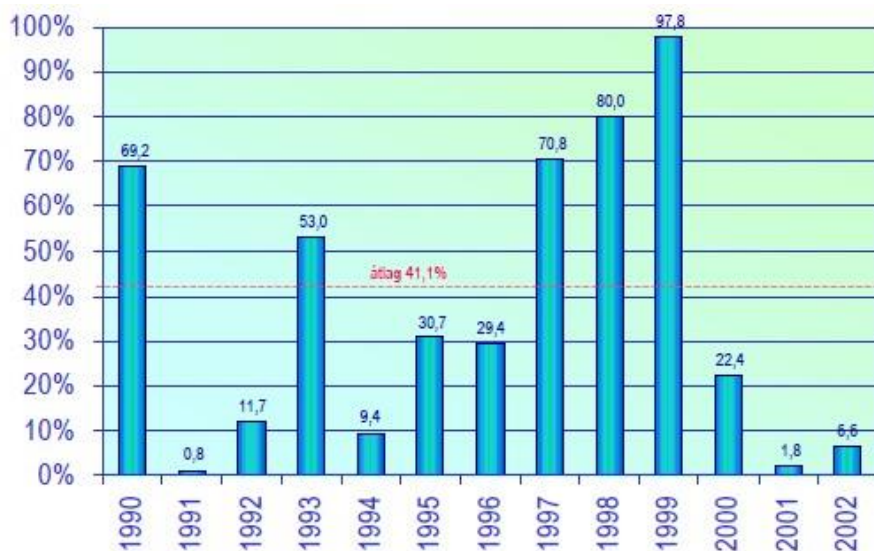
Az FHB tőzsdén keresztüli privatizációja 2003-ban kezdődött meg, ekkor az ÁPV Rt. tulajdoni hányada 53,2%-ra csökkent. Az FHB részvény 2004. április 1-jétől tagja a BUX-

kosárnak. 2007. év harmadik negyedében a bankban addig 54,11%-os többségi részesedéssel rendelkező ÁPV Zrt. 2007. augusztus 29-én a hazai és a nemzetközi tőkepiacon gyorsított könyvépítés keretében értékesítette a tulajdonában álló, 50%+1 „A” sorozatú törzsrészvény állományát. A tranzakció óta az ÁPV (2007. november 20-tól MNV Zrt.) részesedése az FHB-ben 10% alatt maradt. (FHB [2017])

### 3.4. A hazai privatizáció értékelése

A magyarországi privatizáció az elmúlt 20 év alatt nemzetközileg is elismert, jelentős eredményeket ért el, mérlege mindent egybevetve pozitív. Ezt jelzi, hogy hazánkban magántulajdonon alapuló piacgazdaság alakult ki. Az állam vállalkozói vagyonának korábbi 85-90%-os túlsúlya napjainkra megfordult, ma a magánszektor aránya ekkora. Az intézményes, államilag vezérelt privatizáció lényegében lezajlott. A magánosítás mindvégig üzleti alapon folyt, nem volt reprivatizáció és nem volt ingyenes (kuponos) vagyonosztogatás. Kárpótlási jegy ellenében az állami vagyon 11%-a talált gazdára. A privatizációs bevételek a rendszerváltást követő tíz évben 1819 milliárd forintot tettek ki, aminek közel 58 százaléka külföldi befektetőktől származik. 2002-ig összességében az állami vagyon több mint 40 százalékát értékesítették tőkepiaci módszerekkel. (Báger-Kovács [2004])

5. ábra: Tőkepiaci bevételek aránya a privatizációs bevételekben (1990-2002)



Forrás: Báger-Kovács [2004]

#### 4. Tőzsdén keresztüli privatizáció Közép-Kelet-Európában

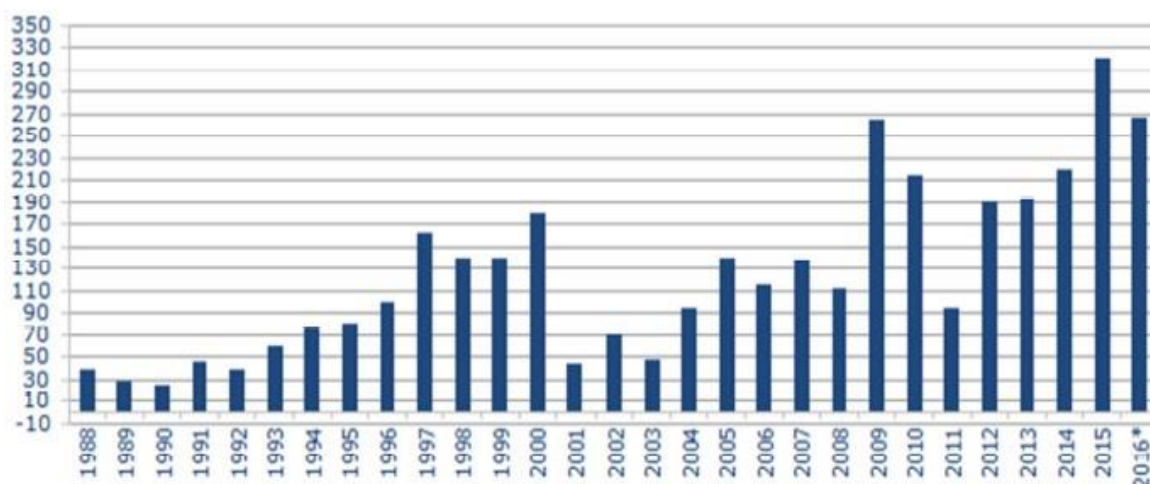
Magyarországon a privatizációs hullám 2004-re jelentősen alábbhagyott, azóta nyilvános értékesítés keretében csak a MOL 1,73%-os és az FHB 50%-os részvénytöredéke került magánosításra 2006-ban, illetve 2007-ben. (PB [2017])

A hazánkban megfigyelhető tendencia ugyanakkor nem mondható el se a közép-kelet-európai régióról, se pedig a világ többi részéről. 2015-ben korábban soha nem látott értékben zajlottak privatizációs tranzakciók világszerte. A nemzeti költségvetések ebben az évben összesen 319,9 milliárd dollár bevételre tettek szert az állami vállalatok eladásából. A legnagyobb tőzsdén keresztüli tranzakció a japán postát is magába foglaló cégcsoport értékesítése volt (Japan Post Group; 11,95 milliárd dollár; 2015 november). Érdekesség, hogy ugyanebben az évben vezették be a tőzsdére az olasz posta közel 40%-os részvénytöredékét (IPO), és az állami tulajdonban lévő angol Royal Mail 15%-os nyilvános tőzsdén keresztüli tőkeemelése is ekkor valósult meg. (Megginson [2017])

A nemzeti postaszolgáltatók magánosítása nem új keletű dolog. A német Deutsche Post privatizációja például óriási sikert hozott, összesen mintegy 16 milliárd eurónyi privatizációs bevételhez jutott általa a német állam. A 220 országban jelenlévő, több mint 460 ezer alkalmazottat foglalkoztató vállalatot 2000-ben vezették be a frankfurti tőzsdére. Az IPO során összesen 6,6 milliárd eurónak megfelelő tőkét sikerült bevonni, melyben jelentős számban vettek részt a posta dolgozói. Mára az állami tulajdon részaránya 21 százalékra csökkent, de még így is kellő kontrollt tud gyakorolni a vállalat működése felett. A tőzsdei bevezetés révén a Deutsche Post tőke megtérülési mutatója (ROE) kiemelkedő javulást mutatott. A mutató a tőzsdei bevezetéskor még az iparági átlag alatt volt, napjainkra pedig már jóval meg is haladja azt, elérve a 18%-ot. (BÉT [2015])

A korábbi globális privatizációs rekordév 2009 volt, 265,2 milliárd dolláros értékkel. Ezt nemcsak a 2015-ös, de a 2016-os év is meghaladta. A tavalyi évben 266,4 milliárd dollárért kerültek piaci tulajdonoshoz a korábbi állami tulajdonú szervezetek, a legnagyobb tranzakció az ausztráliai New South Wales állambeli elektromosáram elosztó hálózattulajdonos Ausgrid volt (12,36 milliárd dollár). A 266,4 milliárd dollár 81%-a tőzsdei tranzakció keretén belül cserélt gazdát (SIP- share issue privatisation). (Megginson [2017])

6. ábra: Privatizációs bevételek a világban 1988-2016. (milliárd USD, 2016-os árfolyamon számolva)



Forrás: <http://www.privatizationbarometer.com>

A 2016-os privatizációs bevételek több mint felét (55,6%-át) Kína mondhatja magáénak. Európa részesedése historikusan alacsony, mindössze 14,2% a hosszú távú átlag 37,5%-kal szemben. A tavalyi évben öreg kontinensen összesen 45 vállalatot privatizáltak 37,79 milliárd dollár értékben. A legaktívabb privatizáló ország Franciaország volt, amely 9 vállalatot értékesített 9,596 milliárd dollárért. (Megginson [2017])

Lattanzio [2017] felmérése alapján elmondható, hogy relatíve kevés privatizációs eljárás lett felfüggesztve vagy visszavonva Európa szerte. Brexit körüli bizonytalanság leginkább az Egyesült Királyság privatizációs programjára nyomta rá a bélyegét, hiszen míg 2015-ben 13 tranzakció ment végbe (Kína után a második legtöbb), addig 2016-ban csak 2 db.

Ami Közép-Kelet-Európát illeti, elmondható, hogy az új évtizedben Nyugat- és Dél-Európához képest meglehetősen alacsony a régió országainak privatizációs aktivitása. Az elmúlt 4 évben Lengyelország (2011-ben kifutott privatizációs programja ellenére) és Románia volt a legaktívabb a vizsgált területen. Az 5. táblázatban összefoglaltam a legjelentősebb tranzakciókat 2013 óta.



## Böröczky Dezső - Privatizáció a Budapesti Értéktőzsdén keresztül

5. táblázat: 2013 és 2016 között 100 millió euró feletti privatizációs tranzakciók Közép-Kelet-Európában

Privatizáció ideje	Vállalat neve	Ország	Szektor	Vállalat értékesített része (%)	Tranzakció értéke (Euró)	Értékesítés típusa
2013. január	PKO Bank Polski SA	Lengyelország	Bank	11,75	1213,84	Follow-on
2013. január	Zaklady Azotowe Pulawy SA	Lengyelország	Vegyipar	73,41	268,81	Zártkörű értékesítés
2013. április	Azoty Tarnow	Lengyelország	Vegyipar	12,1	151,73	Zártkörű értékesítés
2013. október	PKP Cargo SA	Lengyelország	Vasúti teherszállítás	50	347,97	IPO
2013. december	Energa SA	Lengyelország	Közműszolgáltató	48,48	509,55	IPO
2014. május	Ciech SA	Lengyelország	Vegyipar	n.a.	201,04	Zártkörű értékesítés
2014. június	PKP Cargo SA	Lengyelország	Vasúti teherszállítás	17	142,2	Másodlagos részvénykibocsátás
2014. június	SNGN Romgaz SA	Románia	Közműszolgáltató	n.a.	146,9	Zártkörű értékesítés
2014. július	PGE Polska Grupa Energetyczna	Lengyelország	Közműszolgáltató	n.a.	337	Másodlagos részvénykibocsátás
2014. július	Electrica SA	Románia	Közműszolgáltató	51	448,2	IPO
2016. április	Nova Kreditna Banka Maribor	Szlovénia	Bank	100	276	Zártkörű értékesítés
2016. április	SNGN Romgaz SA	Románia	Közműszolgáltató	n.a.	120	Follow-on

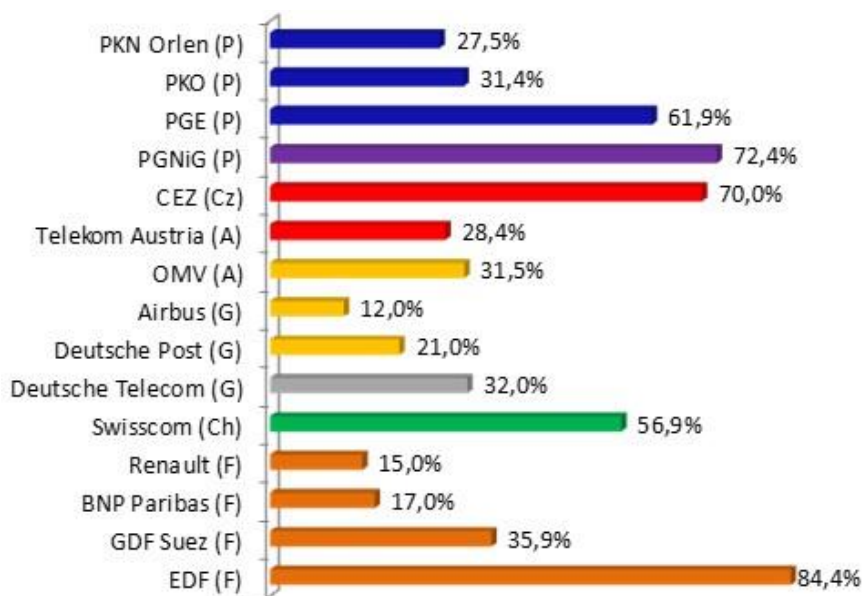
*Forrás: Saját gyűjtés a [www.privatisationbarometer.com](http://www.privatisationbarometer.com) adatbázisa alapján*

A táblázatban látható tranzakciók közül a lengyel PKP Cargo és a román Electrica eladását később részletesebben is elemezni fogom.

A régióból kiemelkedő sikertörténet a csehországi CEZ energiaszolgáltató vállalat privatizációja. A legnagyobb cseh vállalat magánosítása azért említésre méltó, mert az 1993-as prágai tőzsdére lépés csak egy kisebbségi résztulajdon értékesítése mellett történt meg, és a vállalat közel 70 százaléka napjainkban is állami tulajdonban van. A CEZ időközben Európa egyik legjövedelmezőbb energiacege lett, EBITDA-ja megötszöröződött, és 2006-ban megjelent a varsói értéktőzsdén. (BÉT [2015])

Ahogy a 7. ábrán is látható, a kisebbségi résztulajdon melletti privatizáció nem példa nélküli Európában, a régióban különösen Lengyelország jeleskedik ezen a területen. A mindenkori lengyel döntéshozók évek óta elkötelezettek a privatizáció folytatása iránt, és többéves tervek formájában rögzítik a tőzsdén keresztüli részlegesen értékesítendő állami vállalatok listáját. Véleményem szerint a lengyel példa követendő lehet számos magyar állami vállalat esetében is, ezért a következőkben az ottani privatizációt fogom górcső alá venni.

7. ábra: Az állami tulajdon részaránya néhány jelentősebb európai tőzsdei társaságnál (zárójelben a vállalat országkódja)



Forrás: BÉT [2015]

#### 4.1. Privatizáció Lengyelországban

Lengyelországban a 90-es évek privatizációja mögött az a meggyőződés állt, hogy az állami vállalatok fenntarthatatlanok, hatékonytalanok és lehetetlen racionális rendszert létrehozni állami felügyelet mellett. Ennélfogva, biztosra vették, hogy a privatizáció mind a gazdaságot, mind a vállalatot pozitívan érinti. Politikai szempontból az volt a motiváció, hogy az emberek széles köre elkötelezze magát a szabad piac mellett, így a reformok visszafordíthatatlanok legyenek. Az ún. Részvénytulajdonlási programot (Citizenship Shareholding Program) 1992-ben indították útjára, célja, hogy az előző rendszer által erőltetett módon tisztán állami tulajdonban lévő vállalatokat a lakosságot bevonva alakítsák át hatékonyan működő, piaci társaságokká. A politikai állásfoglalás szerint a 27 milliós felnőtt lakosságnak is részesednie kellett a privatizációból, a lengyel kormány ezért olyan alapokat hozott létre, melyekben minden felnőtt korú lakos egyenlő módon kap egy minimális részesedést a nemzeti vagyonból. (BÉT [2015])

A legnagyobb mértékű privatizációs hullám az ezredforduló éveiben volt, de a lendület azt követően alább hagyott. Az értékesítendő tulajdonrészeket a legtöbb esetben a Varsói Értéktőzsdén keresztül adták el nyilvános kibocsátások formájában (IPO), melyek általában várakozásokat felülmúló sikerrel zárulnak a lakosság körében.

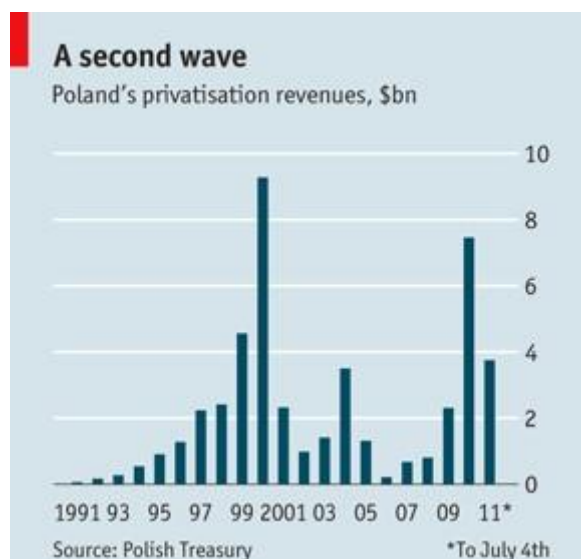
Az említett 1999 és 2001 közötti erőteljes magánosítás és az uniós csatlakozás ellenére a kétezres évek végéig nagyszámú vállalat maradt az állam tulajdonában. A privatizáció 2007-ben került újra napirendre, amikor Donald Tusk került a kormány élére.

Lengyelország volt az egyetlen EU tag, amely nem zuhant recesszióba a világválság során 2008-ban. Amikor a válság tetőfokára hágott, az országban a GDP 1,4%-al növekedett. Azonban az ország nem tudta teljesen izolálni magát a világ eseményeitől. A külföldi közvetlen befektetések, melyek az EU tagság kezdete óta folyamatosan áramlottak be az országba, elkezdtek apadni, ugyanakkor erős volt a nyomás, hogy a kormány megfelelően kezelje a költségvetési hiányt és az államadósságot.

Ezekre adott válaszként került újra elő a privatizáció kérdése, amelynek bevételeiből az államadósságot akarták finanszírozni. A lengyel alkotmány szigorú intézkedéseket tesz kötelezővé amennyiben az ország adóssága meghaladja az 50-55 százalékos szintet, 60 százalék felett pedig a kormány egyáltalán nem vehet fel hitelt. Ezért az IMF helyett a központi büdzsé a forrásigényét a piacról fedezi. (Kitekintő [2012])

A 2008-2011-es éveket felölelő terv alapján 740 cég eladását tűzték ki, melyből 55 milliárd zloty bevételre számítottak. A 8. ábrán a lengyel privatizációs hullámok láthatók, rendszerváltás óta az ezredfordulón és a 2008-2011-es program idején volt a legnagyobb a magánosítás mértéke.

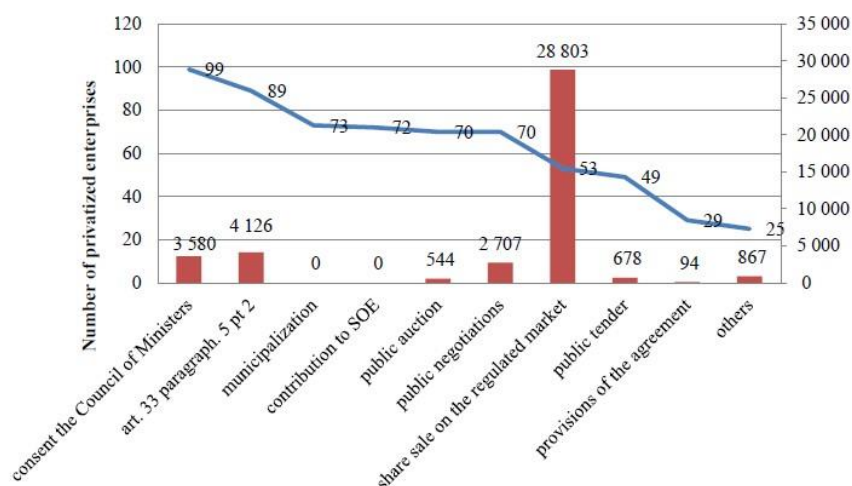
8. ábra: Privatizációs hullámok Lengyelországban



Forrás: <http://www.economist.com/blogs/schumpeter/2011/07/privatisation-poland>

A 9. ábrán látható, hogy számos privatizációs technikát alkalmaztak 2008 és 2011 között, a legtöbb cég (99) a Miniszterek Tanácsa hozzájárulásával alakult át, a legnagyobb bevételt pedig a szabályozott piaci részvényeladás adta, mely 53 cég eladásából összesen 28,8 milliárd zloty bevételt eredményezett. A tőzsdei jelenlét likviditást hozott a piacra és megduplázta az értékpapírszámlák mennyiségét.

9. ábra: Különböző privatizációs technikákból származó bevétel (milliárd zloty) és a privatizált cégek száma (kék vonal) 2008 és 2011 között.



Forrás: Wiktor Patena [2014]

Azonban a privatizációs program nem egészen az, aminek tűnik. Egyik fontos cég sem került ki valójában az állami fennhatóság alól. Az állam továbbra is vagy többségi, vagy aranyrészvény tulajdonos. A legtöbb privatizált cég (713), köztük a tőzsdén jegyzett cégek a Kincstár felügyelete alatt vannak. A Kincstár egyébként kevesebb sikerrel járt, mikor egy vállalat teljes részesedésének eladása mellett döntött. (Wiktor Patena [2014])

A legtöbb intézményi befektető aggodalma, hogy kevés befolyásuk van az ilyen cégek menedzsmentjére. De úgy látszik, ez nem riasztja el a külföldi befektetőket. Az egész lengyel gazdaságra spekulálnak, nemcsak az egyes részvényekre, amiben fontos szerepet játszik az állami stabilitás.

Összességében a 2008-2011-es privatizációs hullám értékelése pozitív. A terv által támasztott elvárások teljesültek, mind a privatizált vállalatok mennyiségében mind a bevételek vonatkozásában. Az éveken át tartó, tőkepiac sikeréért tett erőfeszítések vezettek a Varsói Értéktőzsde privatizáció általi felfutásához, amit a lengyel állam és a tőzsde is a pénzügyi kultúra fejlettségének bizonyítékaként értékelt. A kormány a lakosság képzését is kulcstényezőként kezeli, amikor a tőkepiac fejlettségéről beszél.

#### 4.2. PKP Cargo privatizációja

PKP Cargo Lengyelországban a legnagyobb, EU-s szinten a második legnagyobb vasúti teherszállító cég (a DB Schenker után). Teherszállításon felül közel 1000 partnernek nyújt olyan átfogó logisztikai szolgáltatást, mint fuvarozás, iparvágány karbantartás és terminálszolgáltatások. Lengyelországban 60 százalékos piaci részesedéssel, az egész EU-

ban 8,5 százalékos piaci részesedéssel rendelkezik, ezzel európai szinten is jelentős vállalatnak számít. (Kitekintő [2013])

A piacgazdaság beköszöntésének idején a PKP az egyedüli állami vasúti teherszállító cég volt. Ezután folyamatos forgalom csökkenés következett, mely 2002-ben tovább mélyült azzal, hogy a lengyel kormány vasúti deregulációs jogszabályokat hozott. Amint megjelentek a magánkézben lévő vasúti teherszállító cégek, PKP jelentős piaci részesedéstől esett el. (Johanna Ludvigsen, et al. [2009])

A vasúti cég privatizálása már 2000-ben is felmerült, azonban sokáig nem zárult le a PKP feldarabolása és átszervezése. Végül az összes adósság az anyacégnél maradt, és egy jó áron eladható, adósságtól mentes, profitot termelő PKP Cargo nevezetű cég jött létre. Az átstrukturált vállalat 2009 óta nyereséget termelt és a vezetőség 2013-ban elérkezettnek érezte az időt a tőzsdei bejegyzésre. Korábban felmerült az egyszerű eladáson keresztüli privatizáció, azonban az állam ezt a koncepciót nem támogatta, mivel nagy valószínűséggel a vállalat így egy külföldi vállalat kezébe került volna.

2013. október 31-én kezdődött a varsói tőzsdén a cég részvényeinek kereskedése. A cég részvényeinek 50 százalékát, mínusz egy részvényt kínáltak fel az IPO során, ez összesen 21 669 007 darab értékpapírt jelentett. A nyilvános kibocsátás után továbbra is az állam maradt a többségi tulajdonos.

Mivel magas volt a kereslet, a részvények darabonkénti értéke 68 zlotyban került meghatározásra, ez összesen 1,5 milliárd zloty bevételt jelentett a cégnek. A befolyt összeget az anyavállalat adósságainak törlesztésére, illetve az államháztartás hiányának finanszírozására fordították.

A tulajdonosi szerkezet az IPO idején rendkívül feldarabolt volt. A részvények 10 százalékát a dolgozók vehették meg, további 10-15 százalék megvásárlását vállalta az EBRD, 15-20 százalék került magánszemélyek kezébe és csak a fennmaradó hányadot kínálták intézményi befektetőknek. Szívesen adták volna kínai kézbe a vasúti társaságot, hogy azzal egy „új selyemút” logisztikai központ szerepét töltsék be, azonban jelenleg nincsenek olyan intézményi kínai befektetők, akik szóba jöhettek volna a tranzakció során.

A bevezetést követő sajtóvisszhang pozitív volt. Az EBRD azt nyilatkozta, hogy ez az első példa a régióban, hogy egy vasúti szektorban tevékenykedő cég tőzsdei kibocsátáson ment keresztül, és bízta a többi kormányt, hogy privatizálják saját teherszállítási cégeiket. (Railway Gazette [2013])

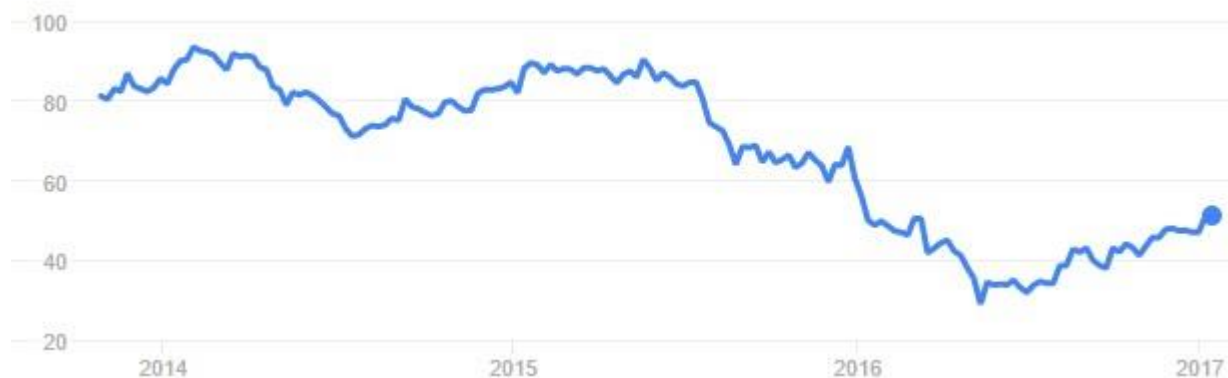
A cég betartotta az ígéretét, hogy folyamatosan optimalizálják a menedzsment modellt, csökkentik a működési költségeket és keresik az újabb növekedési lehetőségeket (akár

akvizíció útján). 2014 első felében 5%-os árbevétel csökkenés következett be, azonban a nettó nyeresége 67%-kal növekedett. A lengyel piaci részesedése hónapról hónapra növekedett, 2014 szeptemberére tonna/km piaci részesedése 57,91% volt, teherszállítás volumene alapján pedig 50,33%. Osztalékfizetésre is sor került, 137,5 milliárd zloty értékben, ahogy azt a kibocsátási prospektusban is szerepeltette. (PKP Cargo [2014])

2015-ben az EBRD eladta részesedését a cégből, amely 5,1%-ot, (2,3 millió részvényt) tett ki. A sikeres eladás azt jelezte, hogy az erős befektetői kereslet van a cég iránt, így jövőbeli növekedés várható. 2016 az EBRD 100 millió euró értékben nyújtott hosszú távú hitelt a cégnek, melyből az AWT nevezetű cseh vállalat felvásárlását finanszírozták.

Ahogy a 10. ábrán is látható, 2016-ban az árfolyam folyamatos csökkenésnek indult. Ennek oka, hogy a PKP Cargo veszített piaci részesedéséből, mely 49%-ra csökkent le. Ennek hátterében az áll, hogy két fontos szénszállítási szerződéstől esett el a cég, amivel versenyhátrányba került a riválisával, a Schenkerrel szemben (Deutsche Bahn Cargo [2016]). A lengyel állam a helyzet kezelésére erősebb együttműködést tűzött napirendre az állami vállalkozások körében a magánkézben lévő teherszállító cégek rovására.

10. ábra: PKP Cargo részvényárfolyam alakulása (zloty)



Forrás: [google.com/finance](https://www.google.com/finance)

### 4.3. Privatizáció Romániában

1996. március 15-én az IMF ügyvezetősége egy 264,18 millió SDR<sup>1</sup> (387 millió USA dollár) nagyságú készletli hitel Magyarországnak való odaítéléséről döntött. A döntés egyik feltétele a hazai privatizáció felgyorsítása volt. (Csáki [2013])

<sup>1</sup> Special Drawing Rights. Magyarul Különleges Lehívási Jogok. A Nemzetközi Valuta Alap (IMF) által 1970. január 1-jén bevezetett nemzetközi hiteleszköz. Az SDR-t csak az IMF-tagországok jegybankjai közötti pénzügyi elszámolásokban lehetett felhasználni.

Hasonló volt a helyzet Romániában, ahol az állam a Nemzetközi Valutaalappal kötött megállapodás értelmében kényszerült privatizálni az állami nagyvállalatokat és ezek egy részét tőzsdére vinni.

A tőzsdei kereskedés a bukaresti börzén a 90-es években több fontos román vállalat tőzsdei bevezetésével kezdett felélénkülni. A rendszerváltást követően 1991-ben elfogadták a törvényt, miszerint 6500 (szinte az összes) állami céget privatizálják. Minden 18 év feletti állampolgár kapott egy tulajdonosi igazolást, amely részvényeket reprezentált. Ez a privatizációs kísérlet kudarcot vallott, többek közt a szervezeti és infrastrukturális problémák miatt. Ezen felül a lakosság és jogalkotók nem voltak felkészülve ilyen átalakításokra, nem voltak tudatában a részvénytulajdonlás és a tőkepiac szerepének. Egy második próbálkozás következett 1995-ben a Tömeges Privatizációs Programmal (MPP), azonban 1996-ban az állami vállalatok továbbra is a GDP 65 százalékát tették ki (a régióban ebben az időszakban ez az érték 40 százalék körül mozgott). (USAID [1998])

A 2000-es évek közepén megfigyelhető privatizációs hullám hozott újabb lendületet, ekkor bocsátották ki a Transelectrica és Transgaz részvényeit, később az ETF kereskedés is megindult a tőzsdén. (Portfolio [2015])

2012-ben nagy reményeket fűztek elsősorban az energetikai cégek privatizációjához. A tőzsdei kapitalizáció és volumen megduplázását várták. Králik Lóránd, az Országos Tőkepiaci Felügyelet biztosa szerint az Electrica bevezetésével nem késték le az energetikai cégek privatizációjának a rajtját. Szerinte az állam ekkor tudott jó áron a tőzsdén keresztül értékesíteni. (Pénzcsinálók [2012])

Összeségében a román privatizáció nem mondható sikeresnek, a veszteséges vállalatokra nem volt kereslet, a profitot termelő cégeket pedig irányítása alatt akarta tartani Bukarest. Az elmaradt nagyszámú IPO csökkenő forgalmat eredményezett, több brókerház kivonult Romániából. (Napi [2013])

#### 4.4. Az Electrica privatizációja

Az Electrica a legfontosabb energetikai cég Romániában, amely energiaelosztással, energiaellátással és egyéb szolgáltatásokkal foglalkozik. A cég vezető pozíciót foglal el a piacon a gazdasági eredményének és a közel 120 éves tapasztalatának köszönhetően. Az Electrica régiós lefedettséggel rendelkezik és a tevékenységét három területen végzi az országon belül. (Electrica [2016])



A tőzsdei privatizációjának célja a költségvetési hiány fedezése, illetve az állam szerepének csökkentése volt. Ezen felül az IMF által támasztott elvárásoknak is meg kellett felelnie Romániának. (Bloomberg [2014])

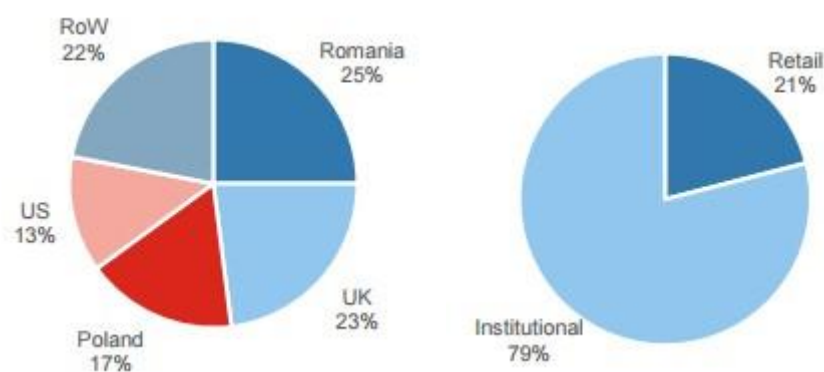
Az áramszolgáltatót a 2014. július 4-én privatizálták a tőzsdén keresztül. A részvények 51 százalékát adta el az állam (előfeltételként annak teljesülni kellett, hogy legalább 435 millió eurót tud keresni rajta a román büdzsé). Egy részvény kikiáltási ára 11-13,5 lej között volt meghatározva, mely 11 lejben lett véglegesítve. A részvények nagy részét a bukaresti értéktőzsdén bocsájtották ki (másik részét a Londonin). A kormány ezzel a lépéssel támogatni akarta a bukaresti tőkepiacot, emellett az állami vállalat átláthatósága és hatékonysága is növekedett.

A privatizáció előtt erős hangsúlyt kapott az a tény, hogy az áramszolgáltató tekintélyes kintlévőségeinek nagy részét behajtották, hogy a vállalat vonzóbb legyen a befektetők számára. Az 51 százalékos többségi részvénycsomag 85 százalékát intézményi befektetők vásárolhatták meg, a többi 15 százalékot kisbefektetők. (Foter [2014])

A tőzsdei bevezetés 105 százalékos tőkeemelést jelentett a cégnek. Ez volt az első IPO, ahol az állam lemondott többségi tulajdonáról. A tranzakció struktúrája és az átlátható tőkeszerkezet kétszeres túljelentkezést eredményezett. Nagy kereslet volt intézményi befektetők részéről mind hazai, mind nemzetközi oldalról. A kereskedelmi részre hatszoros túljelentkezés volt, ezért növelték a 15 százalékot végül 21 százalékra. Az EBRD 8,6 százalékos részesedést vásárolt meg, melyből a cég infrastruktúrájának újítását finanszírozták. (EBRD [2014])

A befektetők székhelye és jellege szerinti kereslet a 11. ábrán látható:

11. ábra: Az Electrica iránti kereslet országok szerinti (bal) és befektetők szerinti (jobb) megoszlása



Forrás: bvb.ro



A sajtóvisszhang a kibocsátást követően rendkívül pozitív volt, hiszen nagyméretű sikeres tranzakcióról volt szó. Pár évvel a kibocsátás után, a cég továbbra is a vezető energiaszolgáltató cég maradt a régióban, kiemelkedő pénzügyi eredménnyel. A kibocsátást az egyik legsikeresebbnek könyvelik el Románia történelmében, mely komoly hatással volt a vállalat kapitalizációjára és likviditására. (Electrica [2015])

## 5. Tőzsdeképes állami vállalatok Magyarországon

A globális pénzügyi válságot követően a magyar részvénytőzsdén nem tudott új erőre kapni, régiós szinten a legnagyobb mértékben, közel 70%-kal esett vissza a forgalom, emellett a magyar lakosság és a hazai intézményi befektetők eszközportfóliójában nagyon alacsony a BÉT-re bevezetett részvények aránya.

A kibocsátói kör bővítésének egyik legfontosabb célcsoportját az állami vállalatok jelenthetik, melyek tőzsdei bevezetésének lehetőségét és a tőkepiaci jelenlét hatását a kormányzat a hivatalos álláspont szerint jelenleg is vizsgálja. Ezzel együtt a magyar kormányzati hozzáállást, mint arra Mihályi [2015] rámutat, sokkal inkább jellemezi az újra államosítás (renationalization).

2010 óta állami kézbe került a teljesség igénye nélkül például az E.ON gázüzletága, a Bakony Erőmű Zrt, a MAL Zrt., a Pro-M. Zrt., a Budapest Bank, az MKB Bank, a Főgáz Zrt. 49%-a, az FTC Football Club, a tőzsdén jegyzett vállalatok közül visszavásárlásra került a Mol 22,1% -a és a Rába pakett többségi részesedése. A magyar kormány és az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bank (EBRD) között 2015. február 9-én aláírt megállapodás értelmében az állam a jelenleg meglévő közvetlen és közvetett többségi részesedéseit a helyi bankokban három éven belül magánkézbe adja. Azóta az MKB értékesítése megtörtént zárt tranzakció keretében.

Kutatásom során több mint 100 állami tulajdonban álló vállalatot vizsgáltam meg olyan szempontból, hogy azokat bevezethetőnek tarom-e a BÉT szabályozott piacára (tehát nem a tervezett MTF KKV piacra), vagy sem. Kiindulási pontnak a Magyar Nemzeti Vagyonkezelő Zrt. honlapját, valamint a 2007. évi CVI. Törvény 2011-ben hatályon kívül helyezett mellékletét használtam, amely tartalmazza a tartós állami tulajdonú részesedéssel működő társaságok listáját az állami tulajdon arányának megjelölésével. Bizonyos vállalatok esetében (pl. MFB Zrt.) azok leányvállalatait is külön elemeztem (pl. Diákhitel Központ Zrt.).

Szubjektív, de a gazdasági racionalitást minden esetben mérlegelő előszűrésem során végül 21 olyan állami vállalatot választottam ki, amelyet az tőzsdei szakirodalom alapján általam

felállított kvantitatív scoring rendszer segítségével fogok vizsgálni a következőkben a tőzsdén keresztüli privatizálhatóság szempontjából.

### 5.1. A tőzsdeképes vállalatok kiválasztásának szakirodalmi háttere

A szakirodalom átfogó tanulmányokkal rendelkezik arra vonatkozóan, hogy milyen vállalati tényezők határozzák meg a tőzsdei bevezetés sikerességét. Habár nem létezik egyetlen tökéletes modell a vállalatok teljesítményének mérésére. Macey és O'Hara [2002] tanulmánya alapján a tőzsdére lépési kritériumoknak dinamikusan változniuk kell, és a kvantitatív kritériumok mellett a kvalitatív kritériumoknak is meg kell jelenniük (pl. a vezetési struktúra, üzleti tervek, számviteli gyakorlat).

Banai et al. [2016] tanulmánya 4 lépéses kiválasztást javasol, mely során a cégek széles halmaza kerül megvizsgálásra a kvantitatív szűréseken és rangsoroláson keresztül, míg a kvalitatív vizsgálat elvégzését (pre-IPO) a leszűkített céghalmazon végzik el. Habár a tanulmány a KKV kiválasztás módszertanára fókuszál, az ismertetett szempontrendszer és módszertan releváns a dolgozat szempontjából is. A javasolt négy lépés az alábbi:

1. Kvantitatív indikátorkészlet segítségével érdemes meghatározni a tőzsdeképeség vizsgálata szempontjából releváns cégek legszélesebb halmazát.
2. Kvantitatív kritériumok alapján érdemes előszűrni, majd rangsorolni a cégeket, továbbá valamilyen kockázati szűrést is alkalmazni esetükben. Így a scoring révén előállhat egy olyan vállalati csoport, mellyel a BÉT-nek már érdemes foglalkoznia.
3. Kvalitatív kritériumok vizsgálata, kitérve a cégvezetés finanszírozási és tőzsdére lépési attitűdjére. A kvalitatív szűrés során érdemes hangsúlyt fektetni a 6. táblázatban bemutatott tényezőkre:

6. Táblázat: Tőzsdei kibocsátás legfontosabb nem-pénzügyi tényezői

A legfontosabb nem-pénzügyi tényezők a tőzsdei kibocsátás sikeressége során befektetői szempontból	
Cégvezetés hitelessége és gyakorlata	90%
Cégirányítási stratégia minősége és végrehajtása	73%
Márka erőssége és piaci pozíció	59%
Működési hatékonyság	54%
Cégirányítási gyakorlat	44%
Kutatás és innováció	35%
Pénzügyi jelentések és számviteli kontroll	30%
Cégvezető vezetési stílusa	25%
Tehetségek toborzására és megtartására való képesség	14%
IFRS/US GAAP számviteli kimutatások	13%
Befektetői kapcsolatok minősége	8%

Megjegyzés: A táblázatban feltüntetett értékek azt mutatják, hogy az intézményi befektetők hány százaléka sorolta az adott tényezőt a legfőbb 5 közé 2009-ben. Forrás: Ernst and Young [2014]

4. Végül célszerű elindítani a klasszikus pre-IPO szakaszt, melynek során a leginkább tőzsdeképes és tőzsdére lépni akaró cégek kerülnének átvilágításra külső partnerek által.

Hensler et al. [1997] kutatás alapján a cég mérete és kora, az IPO mérete és a tulajdonosi struktúra (cégen belül birtokolt részvények aránya) pozitív irányba befolyásolja a tőzsdei bevezetés utáni túlélési valószínűséget. Mata - Portugal [1994] portugál cégekre vonatkozó elemzése szerint a túlélési esélyt az induló cégméret, az üzemek száma és az iparági növekedés befolyásolhatja.

A kvantitatív szűrés során alkalmazott mutatók körét a szakirodalom és a tőzsdei gyakorlatok alapján választottam ki. Az elemzés elvégzése során kiemelt figyelmet fordítottam arra, hogy speciálisan az állami cégek privatizálásának esetében fontos mutatókat határozzak meg.

## 5.2. A kvantitatív scoring rendszer módszertanának ismertetése

Az alábbiakban ismertetem a kidolgozott scoring rendszerhez felhasznált mutatókat, és tőzsdeképesség mérésében betöltött szerepüket. Bemutatom az egyes mutatókon belül használt pontozási mechanizmust, valamint indoklom a különböző mutatók közötti eltérő súlyozást.

7. táblázat: Az állami vállalatok tőzsdeképességét mérő scoring rendszer összetétele

Vizsgált jellemző	Elérhető maximális pontszám
Saját tőke	10
Árbevétel	8
Növekedési ütem (3 év)	10
Jövedelemtermelő képesség	20
Tőkeáttétel	8
Likviditási ráta	5
Z-score	8
Piacorientáltság	15
Nemzetközi privatizációs gyakorlat	6
Vállalat ismertsége	5
Vállalat társadalmi megítélése	5
<b>Összesen:</b>	<b>100</b>

Forrás: Saját modell

### Saját tőke

A vállalat mérete a megfelelő versenyképesség és skáláhozadék elérése érdekében kulcsfontosságú. Banai et al. [2016] által vizsgált kutatások szerint érdemben befolyásolják a cégek tőzsdére lépésének, illetve tőzsdei túlélésének valószínűségét. A kellően nagy méret szükséges az IPO utáni megfelelő likviditáshoz is.

A vállalatok méretét a vállalatok 2015. évi mérlegéből vett saját tőkével mértem, mivel úgy gondolom, hogy ez reprezentálja legjobban az esetleges későbbi részvénytörzsek nagyságát.

A pontozás meghatározásakor figyelembe vettem, hogy a BÉT korábbi standard részvénykategóriájának esetében fontos volt, hogy a tranzakció meghaladja a 100 millió forintot, míg a prémium kategóriánál a bevezetett részvénytörzseknek az 5 milliárd forintot is meg kellett haladnia. Az egyes pontsávok a következőképp alakultak:

8. táblázat: A saját tőke mutatónál alkalmazott pontsávok

Saját tőke	Pontszám
...-2 000 000 eFt	1
2 000 000 eFt - 5 000 000 eFt	2
5 000 000 eFt - 10 000 000 eFt	3
10 000 000 eFt - 30 000 000 eFt	4
30 000 000 eFt-...	5
Szorószám	2
<b>Maximálisan szereshető pontszám:</b>	<b>10</b>

Forrás: Saját modell

### Árbevétel

A vállalatok árbevétele (2015-ös adatok) alapján szintén következtethetünk azok méretére. Igaz, hogy a mutató önmagában egyáltalán nem alkalmas messzemenő következtetésekre, de az mindenképpen leszögezhető, hogy a tőzsdén a cégek árbevétel termelő képessége kulcsfontosságú a befektetők számára, ellentétben például egy kockázati tőkebefektetővel szemben.

A pontsávok meghatározásánál Banai et al. [2016] adatai alapján figyelembe vettem a BÉT jelenlegi tőzsdei vállalatának árbevétel-eloszlását, valamint átlagos árbevételét, ami 2015-ben 9,2 milliárd forint volt (lásd függelék).

9. táblázat: Az árbevétel mutatónál alkalmazott pontszámok

Árbevétel	Pontszám
...-1 000 000 eFt	1
1 000 000 eFt - 15 000 000 eFt	2
15 000 000 eFt - 50 000 000 eFt	3
50 000 000 eFt-...	4
Szorószám	2
<b>Maximálisan szerezhető pontszám:</b>	<b>8</b>

Forrás: Saját modell

### Növekedési ütem

Az empirikus kutatások szerint az egyik legfontosabb tényező, ami sikeressé teheti a tőzsdére lépést, a növekedés. A növekedés szorosan összefügg az előző szemponttal, ugyanakkor lehetséges, hogy egy stabilan nyereséges vállalat előtt nem adódik növekedési lehetőség. A kutatásból merítve jó példa erre a Tiszavíz Vízerőmű Energetikai Kft. vagy az erdőgazdaságok (pl. Bakonyerdő Zrt.), amelyek legtöbbje évről évre nyereségesen működik, de tevékenységük volumene működési környezetükből adódóan már nem növelhető, ezért egy esetleges tőzsdei megjelenés esetén minimális likviditás várható, arról nem is beszélve, hogy a konstansnak tekinthető fundamentumok miatt nagyobb árfolyamnövekedésre sem számíthatnának a befektetők.

A jövőbeni növekedési ütemet a 2012 és 2015 közötti átlagos árbevétel növekedésből becsültem. A növekedési kritériumok súlyainak meghatározásakor ugyanakkor azt is figyelembe kell venni, hogy a gyors múltbeli növekedés nem feltétlenül jelent trendszerűen gyors jövőbeli növekedést, ráadásul a túlzott várakozások kialakulásának az a veszélye, hogy túlértékelttséghez vezethet a részvényárfolyamokban. Emiatt egy jövőbeli kutatás alkalmával érdemesebb lehet a hosszabb távú eredményességre fókuszálni.

10. táblázat: Az árbevétel növekedési üteme (3 év) mutatójánál alkalmazott pontszámok

Árbevétel növekedési üteme (3 év)	Pontszám
... - 0 %	0
0% - 1 %	1
1% - 5 %	2
5% - 10 %	3
10% - 20%	4
20% - ...	5
Szorószám	2
<b>Maximálisan szerezhető pontszám:</b>	<b>10</b>

Forrás: Saját modell

### **Jövedelemtermelő képesség**

Elemzésem legfontosabb része az adott vállalat jövedelemtermelő képessége volt. A tőzsdei bevezetés szempontjából kulcsfontosságú, hogy a részvényesek számára hosszú távon osztalék vagy árfolyamnyereség formájában megtestesülő érték teremtsjön, ellenkező esetben a tőzsdei jelenlét eleve kudarcra van ítélve. Azt is figyelembe kell vennünk, hogy bizonyos vállalatok esetében a piaci befektetők megjelenése a vállalat működésének racionalizálását eredményezheti, és a korábbi veszteségek profittermelésbe fordulhatnak. Ilyen megfontolások alapján nem ejtettem ki például az előszűrés alkalmával a jelenleg veszteségesen működő Concordia Közraktár Zrt.-t.

A vállalat jövedelemtermelő képességének indikátoraként a befektetett tőkével arányos hozamot, vagyis a ROIC-ot választottam. A ROIC a következőképpen számolható:

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{IC}$$

ahol:

NOPLAT = korrigált adózás utáni működési profit

IC = a befektetett tőke = saját tőke + hosszú lejáratú hitelek

Az egyes vállalatokra 3 éves ROIC átlagot számoltam a 2012-2015-ös időszak számviteli adatait felhasználva. A pontsávok kiindulópontja a BÉT-re bevezetett vállalatok ROIC eloszlása volt.

11. táblázat: A ROIC (3 éves átlag) mutatónál alkalmazott pontsávok

<b>ROIC (3 éves átlag)</b>	<b>Pontszám</b>
... - 0 %	0
0% - 1 %	1
1% - 5 %	2
5% - 15 %	3
15% - 25%	4
25% - ...	5
Szorószám	4
<b>Maximálisan szerezhető pontszám:</b>	<b>20</b>

Forrás: Saját modell

### Tőkeáttételi mutató

Gyakori módszer a vállalati eladósodottság vizsgálatára az idegen források és a saját tőke hányadosa, vagy más néven tőkeáttételi mutató. Segítségével pontosabb képet kaphatunk arról, hogy a vállalat működését milyen arányban fedezik hitelből.

A vállalatok tőkeszerkezetének vizsgálata nagyon fontos információkkal szolgál mind működési, mind kockázati szempontból, ugyanakkor fontos szem előtt tartani, hogy a tőkeszerkezetre, illetve általában az optimális hitelmennyiségre sincs általános szabály, nagyban függ iparági és vállalat-specifikus jellemzőktől.

12. táblázat: Empirikus eredmények a tőkeáttétel hatására vonatkozó szakirodalomból

A legfontosabb tényezők, amelyek a tőzsdére lépés valószínűségét növelik:						
• méret	+					
• kor	+					
• növekedés	+					
• tőkeáttétel	-					

	Pagano, Panetta és Zingales 1998	Boehmer és Ljungqvist 2004	Albornoz és Pope 2004	Chemannur, He és Nandy 2005	Chorruk és Worthington 2010	Chun, Lynch és Smith 2002
Év	1998	2004	2004	2005	2010	2002
Mintaországok	Olaszország	Németország	Egyesült Királyság	Egyesült Államok	Thaiföld	Korea
Mintaméret	69	330	830	1315	110	304
Mintaországok típusa	fejlett	fejlett	fejlett	fejlett	fejlődő	fejlődő
Méret	++		++	++	++	++
Életkor		+		++	-*	
Profitabilitás	++	++	-*	++	-	-*
Hitelköltség	+					
Tőkeáttétel	-		-*		-*	+
Market-book ráta	++	-	++			+
Növekedés		++	+	++	-	++

Megjegyzés	
1.	a cégek tőzsdére lépési valószínűségét a szerzők probit és logit regressziós modellekkel becsülték.
2.	*Szignifikáns 1-10 százalék, + pozitív kapcsolat, - negatív kapcsolat

Forrás: Nagy [2016]

Nagy [2016] alapján a szakirodalmat elemezve arra a következtetésre jutottam, hogy az alacsonyabb tőkeáttételű vállalkozások magasabb valószínűséggel kerülnek tőzsdére. Így a tőkeáttételre vonatkozó pontintervallumok az alábbiak szerint alakultak:

13. táblázat: A tőkeáttételi mutatónál alkalmazott pontszámok

Tőkeáttételi mutató	Pontszám
1,5 és 3 között	1
1 és 1,5 között	2
0,5 és 1 között	3
0,5 alatt	4
Szorószám	2
<b>Maximálisan szerezhető pontszám:</b>	<b>8</b>

Forrás: Saját modell

Szemléletes példa a tőkeáttétel tőzsdeképességre gyakorolt bizonytalan hatására a Duna House esete. Amikor a vállalat először készült a tőzsdéi bevezetésre 2015-ben, a cél az volt, hogy akviráljon egy lengyel céget a frissen bevont tőkéből. Az első IPO kísérlet végül megghiúsult, viszont időközben hitelből megvették az említett lengyel vállalatot. 2016-ban végül megvalósult a nyilvános részvényértékesítés deklarálta azzal a céllal, hogy visszafizessék az akvizícióra felvett hitelek. Az eltelt időszak alatt a Duna House tőkeáttétele jelentősen megváltozott a felvett hitelek miatt, viszont a kereslet hasonlóan magas maradt a tőzsdére bevezetendő papírok iránt.

### **Likviditási ráta**

A likviditási ráta megmutatja, hogy a rövid lejáratú kötelezettségek kiegyenlítésére mekkora nagyságú forgóeszköz állománya áll rendelkezésre. Az 1 alatti érték a fizetési képtelenség veszélyét jelzi. Fontos megjegyezni ezzel a mutatóval kapcsolatosan, hogy az egyszerűségéből fakadóan rendelkezik hiányosságokkal, hiszen nem valószínű, hogy egy vállalat az összes forgóeszközét likvidálja.

A ráta a vállalatok fizetőképességét mutatja, azonban értékelése nem egyértelmű. Csődkockázat szempontjából a magas likviditási ráta előnyös, ugyanakkor a magas érték azt is jelentheti, hogy a vállalat nem képes beruházásokra, így a növekedése is lelassulhat. Látható tehát, hogy se az alacsony, se a magas érték nem megfelelő. A szakirodalomban az optimális érték meghatározásában ellentmondások találhatók.

A likviditási rátát minden vállalatra a 2015-ös forgóeszköz és rövid lejáratú kötelezettség hányadosaként számoltam ki. Az optimális értéket 2-ben határoztam meg, az 1 alatti nem részesítettem pontban. Azokat az állami vállalatokat, melyek 2 feletti, de 10 alatti likviditási ráta értékkel rendelkeznek 3 ponttal, felette pedig 1 ponttal értékeltem.



14. táblázat: A likviditási rátánál alkalmazott pontszámok

Likviditási ráta	Pontszám
... - 1	0
1 - 1,2	1
1,2 - 1,4	2
1,4 - 1,6	3
1,6 - 2	4
2	5
Szorószám	1
<b>Maximálisan szerezhető pontszám:</b>	<b>5</b>

Forrás: Saját modell

### Z-score mutató

Az Altman Z-score mutató a két éven belüli csődvalószínűséget becsli, (az esetünkben 3 éves pénzügyi adatok átlagából). Két számítási módszert különböztetünk meg, a zártkörű vállalatokra és a nyilvános társaságokra számolt mutatót, a dolgozatban értelemszerűen az elsőt használom. A képlet négy darab, fizetéseképtelenség előrejelzésére utaló mutató értékeit tartalmazza, megfelelő súlyokkal. A mutatók és azok súlyai az alábbi ábrából olvashatók ki:

12. ábra: Z-score modellben szereplő mutatók és azok súlyai

$$X_1 = \frac{\text{Forgótőke}}{\text{Összes eszköz}}$$

$$X_2 = \frac{\text{Mérleg szerinti eredmény}}{\text{Összes eszköz}}$$

$$X_3 = \frac{\text{EBIT (Adózás előtti eredmény + Kamatköltség)}}{\text{Összes eszköz}}$$

$$X_4 = \frac{\text{Részvények piaci értéke}}{\text{Összes kötelezettség}}$$

$$X_5 = \frac{\text{Értékesítés nettó árbevétele}}{\text{Összes eszköz}}$$

$$Z - score = 0,717 * X_1 + 0,847 * X_2 + 3,107 * X_3 + 0,420 * X_4 + 0,998 * X_5$$

Forrás: Altman [2000]

A Z-score optimális szintjét Altman a 2,6-os érték felett határozta meg, ezért én is ekkora értékre adtam maximális pontszámot.

15. Táblázat: A Z-score esetében alkalmazott pontsávok

Z-score	Pontszám
... - 1,10	0
1,10 – 1,48	1
1,48 – 1,85	2
1,85 – 2,23	3
2,23 – 2,60	4
Szorószám	2
<b>Maximálisan szerezhető pontszám:</b>	<b>8</b>

Forrás: Saját modell

### **Piacorientáltság**

Számos állami szervezet esetében a nyereségérdekeltségen túl, vagy azt megelőzve a működés során szerepet játszanak egyéb tényezők is (jogi, szociális, kulturális, értékvédelmi, stb. szempontok). Elég csak szemétszállításra vagy például az egészségügyi szolgáltatásokra gondolni. Közlekedési vállalatoknak is törvényből adódó kötelessége lehet bizonyos viszonylatokban utasokat szállítani, vagy bizonyos állomásokat fenntartani akkor is, ha az egyértelműen veszteséges számukra.

Vannak olyan tevékenységeket végző vállalatok, amelyek tipikusan állami tulajdonlással látják el feladatukat a világ minden táján. A Magyar Fejlesztési Bank vagy az Eximbank küldetésének alapvető része, hogy azokon a területeken tevékenykednek, ahol jellemzőek a piaci kudarcok ezért a piaci szempontokon túl számos egyéb tényezőt figyelembe vesznek az operációjukban. Mivel az említett körülmények alapvetően meghatározzák a vállalat részvényeseinek későbbi helyzetét, ezért ez az ismérv a scoring rendszer második legnagyobb súllyal szereplő eleme.

A vállalatok piacorientáltságát az alábbi ismérvek mellett skáláztam be:

16. táblázat: A vállalatok piacorientáltságánál alkalmazott pontsávok

Vállalatok piacorientáltsága	Pontszám
A vállalat nem rendelkezik önálló árbevétellel, költségeit külső támogatásokból fedezi	0
A vállalat nonprofit módon működik, de döntéseit többségében a gazdasági racionalitás keretein belül hozza meg.	1
A vállalat működése során törekszik a profitorientált működésre, de az össztársadalmi érdekeket szem előtt tartva rendszeresen megvalósít negatív jelenértékű projekteket	2
A vállalat profitorientált módon, gazdaságilag racionálisan működik, de folyamatos működése nemzetstratégiai érdek. A tevékenységének felfüggesztése veszélyezteti az ország működését.	3
A vállalat profitorientált módon, gazdaságilag racionálisan működik. A tevékenységének felfüggesztése közvetlenül nem veszélyezteti az ország működését, de a piacon monopolhelyzetben van.	4
A vállalat profitorientált módon, versenykörülmények között működik.	5
Szorozószám	3
<b>Maximálisan szerezhető pontszám:</b>	<b>15</b>

Forrás: Saját modell

### **Nemzetközi gyakorlat a tulajdonlás tekintetében**

Fontosnak tartottam, hogy megnézzem a szóban forgó vállalatok tekintetében a nemzetközi privatizációs gyakorlatot. Abban az esetben, ha külföldön már eredményesen privatizáltak egy hasonló profilú vállalatot, akkor nagyobb a valószínűsége, hogy a hazai kibocsátás is sikerrel zárul.

A vizsgálathoz a [www.privatisationbarometer.com](http://www.privatisationbarometer.com) adatbázisát használtam a következő táblázatban ismertetett pontozási mechanizmus szerint. A magyar állami vállalatokat először besoroltam iparágakba az ún. SIC-kódszámok (Standard Industrial Classification) segítségével, majd az adatbázisból-e kódszám segítségével kértem le az 1988 és 2016 közötti privatizációkat.

17. táblázat: A vállalatok nemzetközi privatizációs gyakorlatánál alkalmazott pontszámok

Nemzetközi privatizációs gyakorlat	Pontszám
Nincs hasonló privatizáció az adatbázisban, de van hasonló privát vállalat külföldön	0,5
1 európai példa az adatbázisban	1
Legalább 5 különböző európai példa 3 országból	2
Legalább 10 különböző európai példa 5 országból	3
Szorószám	2
<b>Maximálisan szerezhető pontszám:</b>	<b>6</b>

Forrás: Saját modell

### Vállalat ismertsége

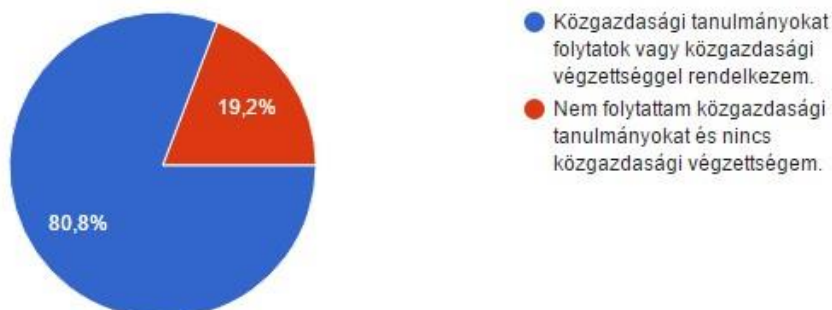
A tőzsdén keresztüli privatizáció kulcsfontosságú eleme, hogy a befektetők tisztában legyenek a vállalat üzleti modelljével és működési környezetével. Amennyiben a vállalat korábban nem volt ismert, az jelentősen csökkentheti a bevezetés körüli érdeklődést, mert bizalmatlanságot és idegenkedést okozhat az IPO-val szemben.

A vállalatok ismertségét saját adatgyűjtés alapján mértem. Munkám során a mintavételi eljárások közül az ún. nem véletlen mintavételi eljárást választottam. A minta összeállításakor a szubjektív kiválasztási módot alkalmaztam. Ezt a módot önkényes kiválasztásnak is nevezik, mert a vizsgálatot végző személyek a szakmai ismereteikre támaszkodva, az általuk jellemzőnek tartott egyedeket választják ki a sokaságból, így viszonylag jól jellemezhető minta kapható.

Úgy gondolom, hogy a magyar tőzsdén az egyéni befektetők többsége 20 év 70 év közötti, ezért 0-tól 5-ig terjedő skálán mérő kérdőívet kizárólag ebbe az intervallumba tartozó személyek töltötték ki. Szintén feltételeztem, hogy a részvényekre a kereslet elsősorban azok részéről jelentkezik, akik tisztába vannak a tőkepiaci fogalmakkal és mechanizmusokkal, ezért a mintát úgy állítottam össze, hogy a kitöltők 80%-a vagy közgazdasági tanulmányokat folytat, vagy már közgazdasági végzettséggel rendelkezik. A végső pontszám az egyes vállalatok esetében végül 73 kitöltő válaszáinak átlagából állt össze.

13. ábra: A vállalatok ismertségét mérő kérdőívet kitöltők összetétele

(73 válasz)



Forrás: Saját gyűjtés

A kérdőívben szereplő szempontokat és pontozásukat az alábbi táblázat tartalmazza:

18. táblázat: A vállalatok ismertségénél alkalmazott pontszámok

Vállalatok ismertsége	Pontszám
Soha nem hallott róla.	0
Hallott már róla, de nem tudja mivel foglalkozik pontosan.	1
Tisztában van vele, hogy melyik iparágban tevékenykedik, de egyebet nem tud róla.	2
Ismeri a cég üzleti tevékenységét, de nem rendelkezik aktuális információkkal a vállalatról.	3
Ismeri a cég üzleti tevékenységét és rendelkezik aktuális információkkal róla. (Pl. olvasott híreket vele kapcsolatban)	4
Nagyjából átlátja a vállalat jelenlegi pénzügyi helyzetét, teljesítményét (veszteséges vagy sem). Nagyságrendileg ismeri a vállalat operációjának főbb paramétereit (alkalmazottak száma, telephelyek száma és területi elhelyezkedése, menedzsment összetétele)	5
Szorószám	1
<b>Maximálisan szereshető pontszám:</b>	<b>5</b>

Forrás: Saját modell

### Vállalat társadalmi megítélése

A nyilvános kibocsátás előtt fontos, hogy a befektetők pozitív képpel rendelkezzenek az adott vállalatról. A sikerben való hit jelentőségét nem szabad lebecsülni a tőzsdei bevezetések, különösen nem privatizációs értékesítések esetében, hiszen az ilyen tranzakciónál a legnagyobb a valószínűsége a működés racionalizálásából fakadó extraprofitnak.

Az ismertség viszont nem egyenlő a pozitív társadalmi megítéléssel. Például a Devecser környéki vörösiszap katasztrófát előidéző MAL Zrt. ismertsége valószínűsíthetően meglehetősen magas a befektetők körében, de a vállalat negatív társadalmi megítélése miatt egy esetleges IPO sikeressége erőteljesen megkérdőjelezhető.

A vállalatok ismertségét szintén saját adatgyűjtés alapján mértem a vállalatok ismertségénél használt mintavételi eljárással teljesen megegyező módon.

19. táblázat: A vállalatok társadalmi megítélésénél alkalmazott pontszámok

Vállalatok tevékenységének megítélése	Pontszám
Nagyon negatív kép	1
Negatív kép	2
Semleges kép	3
Pozitív kép	4
Nagyon pozitív kép	5
Szorószám	1
<b>Maximálisan szerezhető pontszám:</b>	<b>5</b>

Forrás: Saját modell

### 5.3. A magyar állami vállalatok tőzsdeképességének értékelése

A bemutatott scoring modellt a korábban már említett 21 állami vállalat mindegyikére alkalmaztam. Az eredményül kapott pontszámok a 20. táblázatban láthatók. A scoring rendszer részletes bemeneti paraméterei a függelék 22. számú táblázatában, az értékelési kategóriákra bontott pontszámok a 23. számú táblázatban találhatóak.

20. Táblázat: Egyes vállalatok scoring összpontszáma

Vállalat neve	Összpontszám
<b>Szerencsejáték Zrt.</b>	<b>73,96</b>
<b>Magyar Villamos Művek Zrt.</b>	<b>66,15</b>
Tiszavíz Vízérőmű Energetikai Kft.	60,5
Fővárosi Gázművek Zrt	60,17
HungaroControl Magyar Légiforgalmi Szolgálat Zrt.	59,9
Nemzeti Útdíjfizetési Szolgáltató Zrt.	58,92
Budapest Bank Zrt.	55,9
Magyar Posta Zrt.	53,92
MFB Ingatlanfejlesztő Zrt.	52,8
Hungaroring Sport Zrt.	52,56
Eximbank Zrt.	51,32
Nemzeti Mobilfizetési Zrt.	49,69
Magyar Államvasutak Zrt.	46,21
HM Elektronikai, Logisztikai és Vagyonkezelő Zrt.	45,44
Garantiqa Hitelgarancia Zrt.	44,65
Bakonyerdő Zrt.	44,54
MFB invest Zrt.	42,14
Győr-Sopron-Ebenfurti Vasút Zrt.	40,64
Magyar Fejlesztési Bank Zrt.	40,57
Concordia Közraktár Zrt.	37,11
Diákhitel Központ Zrt.	24,78

Forrás: Saját modell

Kizárólag a pontszámok alapján természetesen nem lehet privatizációs döntést hozni, de úgy gondoljom, hogy az ígéretes lehetőségek felismerésére, az alternatívák közötti orientációra és az ésszerűtlen lehetőségek kizárására (pl. Magyar Fejlesztési Bank, Bakonyerdő Zrt.) mindenképpen alkalmas. Ezt igazolja, hogy a lista élmezőnyében található vállalatok

többsége egybevág a szakértői anyagokban vagy a sajtóban olvasható lehetséges privatizációs célpontokkal.

Úgy gondolom, hogy nem állapítható meg egy olyan ponthatár, amely felett egy adott állami vállalat egyértelműen privatizálandó, azonban a Szerencsejáték Zrt. és a Magyar Villamos Művek Zrt. (MVM) 65 feletti pontszáma kifejezetten impozáns, és az empirikus kutatások alapján egy sikeres privatizációt jelez előre.

Meglepő a Budapest Bank viszonylag alacsony pontszáma, tekintve, hogy e vállalat esetében a legvalószínűbb a tőzsdén keresztüli privatizáció a kormány EBRD-vel kötött megállapodása miatt. Ugyanakkor pozitív meglepetés a szigorú törvényi keretek között működő légiforgalmi-irányító vállalat, a HungaroControl Zrt. és a Tiszavíz Vízerőmű, amely a mezőny egyetlen korlátolt felelősségű társaságaként ért el előkelő helyezést.

A 20. táblázatban látható vállalatok közül terjedelmi okok miatt dolgozatomban csak a HungaroControl Zrt.-t fogom részletesebben is elemezni a következőkben.

#### 5.4. A HungaroControl Zrt.

Magyarországon több mint 100 éves múltra tekint vissza a polgári légi közlekedés. A légiforgalmi irányítást és az 1950-ben átadott budapesti nemzetközi repülőtér üzemeltetését hosszú évtizedekig közös szervezet végezte, a két funkció 2002-ben vált külön. A Budapest Airport és a HungaroControl szétválasztásával a világ légi közlekedésében elterjedt modell szerint ekkor Magyarországon is többszereplőssé vált a légi közlekedés.

A magyar légiforgalmi szolgálat előbb önálló költségvetési szervként működött, majd 2007ben zártkörű részvénytársasággá alakult, amelynek egyedüli részvényese a Magyar Állam, alapítói és tulajdonosi jogait pedig a Nemzeti Fejlesztési Miniszter gyakorolja. Évek óta az egyik legsikeresebb állami tulajdonú vállalat. Költségvetési támogatásban nem részesül, gazdálkodása kiegyensúlyozott és nyereséges. A vállalat átlagos alkalmazotti létszáma 2015ben 743,7 fő volt. (HungaroControl [2016])

A HungaroControl a legfejlettebb műszaki eszközök és technológiák segítségével látja el feladatait. A légiforgalmi szolgáltatók közül a HungaroControl volt az első az európai kontinensen, aki teljes légi útvonalhálózatát eltörölte, lehetővé téve a repülőgépek korlátozások nélküli, szabad légtérhasználatát. 2016 második felétől a magyar modellhez, a Free Route programhoz csatlakozott a szerb, a horvát, az osztrák és a szlovén szolgáltató is. A magyar irányítók Európa piacvezető navigációs szoftveréből a HungaroControl által továbbfejlesztett, és mára a világ egyik legkorszerűbb irányító és tájékoztató rendszerévé vált MATIAS segítségével szervezik Magyarország légi közlekedését. Mint integrált légiforgalmi



szolgáltató, küldetése a biztonságos és megbízható léginavigációs szolgáltatás hatékony, környezettudatos, ügyfélközpontú és részrehajlásmentes biztosítása a kijelölt légterekben. A Társaság kötelezően ellátandó tevékenységeit a légiközlekedésről szóló 1995. évi XCVII. Törvény tartalmazza. (HungaroControl [2012])

2013-tól az Észak-Atlanti Tanács felkérésére, a Magyar Állam megbízásában a HungaroControl Zrt. Koszovó magas légtérében is ellátja a légiforgalmi irányítási feladatokat.

### **Növekedési kilátások**

A világ légiforgalma magához tért a gazdasági válság okozta visszaesés után. Az Eurocontrol adatai szerint Európában 9,8 millió járat közlekedett 2011-ben, és ez a szám 2030-ig akár meg is duplázódhat. Ez komoly kihívásokat támaszt a légiforgalmi irányító cégekkel szemben. Optimalizálni kell a kapacitáskihasználtságot annak érdekében, hogy a lehető legtöbb repülőgépet a lehető legrövidebb útvonalon lehessen biztonságosan eljuttatni a célállomáshoz, tehát olyan gyorsan, amennyire csak lehet, és a lehető legalacsonyabb költséggel. (Eurocontrol [2016])

Magyarország 2015-ös összforgalmát tekintve rekordévet zárt. A magyar légtérben kezelt repülőgépek száma először lépte át a 700 ezret, ami közel 12 százalékos forgalomnövekedést jelent: a Koszovó feletti magaslégtérben irányított 67 ezer géppel együtt 2015-ben 820 ezernél is több járat biztonságos közlekedését biztosították a magyar légiforgalmi irányítók. A Liszt Ferenc Nemzetközi Repülőtér forgalma 6,35 százalékkal nőtt, az irányított repülőgépek száma meghaladta a 90 ezret. (HungaroControl [2016])

Ez a teljesítmény európai szinten is jónak mondható, hiszen a FAB CE régió 3,8 százalékos, az Európai Unió 28 tagállama 1,6 százalékos, a SES-tagállamok összessége 1,4 százalékos összforgalmi növekedést könyvelhetett el. (Eurocontrol [2016])

### **A vállalat jövedelemtermelő képessége**

A vállalat 2015-ben, az előző évekhez hasonlóan, ismét nyereséges gazdálkodást folytatott. A társaság vagyoni helyzete stabil, az elmúlt évet 35 milliárd forintos árbevétel mellett 5,6 milliárdos adózás előtti és 4,1 milliárd forint adózott eredménnyel zárta. A társaság árbevétele 9%-kal, mérlegfőösszege 10%-kal növekedett az elmúlt évhez képest. Sajáttőke-arányos nyeresége meghaladta a 15%-ot. (HungaroControl [2016])

A következő táblázatban a HungaroControl 2015. évi eredménykimutatásának részletei láthatók:

## Böröczky Dezső - Privatizáció a Budapesti Értéktőzsdén keresztül

21. táblázat: A HungaroControl Zrt. 2015. évi eredménykimutatásának részlete

Eredménykimutatáshoz kapcsolódó kiegészítések Notes to the statement of comprehensive income	2015. december 31. (ezer HUF) December 31, 2015 (thHUF)	2014. december 31. (ezer HUF) December 31, 2014 (thHUF)
<b>EREDMÉNYKIMUTATÁS / STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME</b>		
Légiforgalmi irányítás árbevétele Revenue from air navigation services	36 495 815	36 775 798
Egyéb tevékenység árbevétele Other revenue	107 696	361 798
<b>Összes árbevétel Revenue</b>	<b>36 603 511</b>	<b>37 137 596</b>
Személyi jellegű ráfordítások Personnel expense	16 572 595	15 765 833
Anyagjellegű ráfordítások Operating expense	9 138 150	8 682 955
Értécsökkenés, amortizáció és értékvesztés Depreciation, depletion, amortization and impairment	2 969 890	2 778 088
Egyéb bevételek / ráfordítások (-) Other income / expense (-)	179 734	589 270
<b>Működési költség Operating expense</b>	<b>28 500 901</b>	<b>26 637 606</b>
<b>ÜZLETI TEVÉKENYSÉG EREDMÉNYE OPERATING PROFIT</b>	<b>8 102 610</b>	<b>10 499 990</b>
Pénzügyi bevételek / ráfordítások (-) Financial income / expense (-)	344 703	470 676
<b>Nyereség pénzügyi tevékenységből Profit from financial activities</b>	<b>344 703</b>	<b>470 676</b>
Részesedés közös vezetési vállalkozások nyereségéből / veszteségéből Share from profit / loss of joint venture	23 304	18 861
<b>ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY PROFIT BEFORE TAX</b>	<b>8 470 617</b>	<b>10 989 527</b>

Forrás: HungaroControl [2016]

### Nemzetközi példák privatizációra

Nemzetközi kitekintésem alapján elmondható, hogy a légi-navigációs szolgáltatók (ANSP) jelentős része gazdasági társaságként (önálló entitásként), ugyanakkor kizárólagos állami tulajdonban működik.

Egy 2008-as tanulmány szerint, amely 101 országot vizsgált meg, az ANSP vállalatok 38%-a kormányzati intézményként vagy önálló (nemzeti) légügyi hatóságként működik. A gazdasági társaságként működő légi navigációs szolgáltatók (47%) közül világszinten mindössze 3 vállalatban van többségi vagy kisebbségi részben magántőke, a többi kizárólagos állami tulajdonban van. Az előző két csoportba nem tartozó országok légtérén átrepülő forgalomért nagyrészt nemzetközi ügynökségek felelnek. (ICAO [2008])

Az említett felmérés szerint thaiföldi Aeronautical Radio of Thailand Limited-ben több mint 80 légitársaságnak van kisebbségi részesedése. A kanadai NAV nonprofit szervezetként működik, és nincsenek részvényesei sem. A társaság igazgatótanácsában a különböző légitársaságok képviselői ülnek. Az egyetlen olyan ANSP vállalat, amelynek befektetői

között a piaci szereplők vannak többségben az Egyesült Királyságbeli NATS Ltd.(Espinar [2012])

A társaság részvényeinek 42%-a az Airline Groupnál, 5%-a a cég dolgozóinál, míg 4%-a az LHR Airports Limited kezében van. Az állam a részvények 49% százalékát plusz egy aranyrészvényt birtokol. (NATS [2016])

### **Konklúzió**

Összességében elmondható, hogy az állami vállalatok dominanciája az iparágban a HungaroControl privatizációja ellen szól, a NATS pozitív tapasztalatai alapján véleményem szerint a részvények kisebbségi hányadának tőzsdei bevezetése mindenképpen járható út lehetne a magyar társaság esetében. Ha a szabályozói (tulajdonosi) oldal rászánja magát a döntés meghozatalára és a jogi környezet megteremtésére, akkor a HungaroControl lehet a világ első tőzsdén kereskedett légitforgalmi szolgáltató vállalata.

## 6. Összegzés

Munkámban elsőként a privatizáció - és ezen belül is a tőzsdén keresztüli privatizáció - elméleti kereteit vizsgáltam. Bár a nyilvános kibocsátás keretében történő értékesítés számos gyengeségére rámutattam (magas forgalomban tartási díj, magas tranzakciós költségek, tanácsadói díjak, stb.), úgy gondolom, hogy megfelelő vállalatméret felett a privatizációs technikák közül ez a legtranszparensabb és leghatékonyabb. Fontos leszögezni, hogy egy tőzsdei bevezetéssel az állam párhuzamosan négy csatornán keresztül is többletbevételre tehet szert:

- 1) Elsőként magának a résztulajdonnak az értékesítése során (IPO) szerez közvetlen bevételt.
- 2) Másrészt a tőzsde a még el nem adott részvényeket is felértékelheti. Az állam többletbevételre tehet szert, ha az értékesíteni szándékozott tulajdonrészt nem egyszerre, hanem időben elhúzva értékesíti, így kihasználva az időközben felfutó részvényárakat.
- 3) Az el nem adott részvényeken az állam nemcsak árfolyamnyereséget érhet el, hanem adott esetben osztaléknyereséget is realizál.
- 4) Közvetett módon a tőzsdei jelenlét miatti hatékonyabb működés is gyarapítja az államkasszát a megnövekedett adóbevételek és vállalati profit által. Bár a standard mikroökonómia elmélet szerint a tulajdonos személye irreleváns, hiszen az

mindenképpen a leghatékonyabb működésre törekszik, az empirikus kutatások mégis azt mutatják, hogy a folyamatos tőkepiaci megmértetés a jelentősen növeli a társaságok hatékonyságát.

Dolgozatom második fejezetében megállapítotam, hogy az 1990. június 21-én létrejött Budapesti Értéktőzsde életében meghatározó szerepet játszott az alapítással egy időben kezdődött magyarországi privatizáció. Bár a nagyobb állami cégek értékesítése gyakran stratégiai befektetők bevonása révén történt, különösen a kilencvenes évek elején számos vezető magyar társaság (például az IBUSZ, a Skála-Coop, a MOL, OTP, Matáv, a Domus, a Globus, a Richter Gedeon) magánosításában játszott a tőzsde kulcsszerepet.

Az elmúlt két évtizedben számtalan hiba, félreismert lehetőség, érdekérvényesítési gyengeség valós és sajnós domináns jellemzője volt a tőzsdei privatizációknak, ugyanakkor azt is fontos kiemelni, hogy az adott körülmények között nem nagyon volt más reális alternatíva a döntéshozók előtt és az egymást követő kibocsátások alkalmával az ÁPV (ÁVÜ, ÁV) nagyrészt tanult korábbi hibáiból. A magyarországi privatizáció az elmúlt 20 évben nemzetközileg is elismert, jelentős eredményeket ért el, mérlege mindent egybevetve pozitív. A folyamat még ma sem lezárt egyértelműen. Jelenleg is vannak olyan tőzsdékes magyar állami vállalatok, amelyeknek tőzsdén keresztüli magánosítása nemcsak a központi költségvetést gyarapítaná, de elősegítené a hazai tőkepiacok nagymértékű fejlődését. A potenciális vállalatok felismerése és gyors értékelése céljából a szakirodalomban olvasható empirikus kutatások alapján megalkottam egy scoring rendszert, ami véleményem szerint egy megfelelő hatástanulmánnyal kiegészítve már alkalmas lehet döntéselőkészítésre.

A modell alapján több ígéretes állami vállalatot is sikerült beazonosítani, amelyek esetében reális alternatíva lehet a tőzsdén keresztüli privatizáció. Ezek főleg olyan nagy múltú mamutcégek mint a Szerencsejáték Zrt. vagy a Magyar Villamos Művek Zrt. (MVM).

A jövőben a dolgozat egy lehetséges fejlesztési iránya a scoring rendszer alkalmazása a BÉT-en jelenleg jegyzett cégekre. Ennek eredményeként erősödhet a scoring rendszer validációja, de az is lehet, hogy szükségessé válik majd a modell átdolgozása, továbbgondolása.

## 7. Függelék

22. Táblázat: Scoring rendszer bemeneti adatai

Vállalat neve	Saját tőke	Árbevétel	Árbevétel növekedési üteme (3 év)	ROIC	Tőkeáttételi mutató	Likviditási ráta	Z-score	Piacorientáltság	Nemzetközi gyakorlat	Vállalat ismertsége	Vállalat társadalmi megítélése
Bakonyerdő Zrt.	8 379 076	9 874 229	4,66%	4,45%	0,00	3,13	1,95	2	1	1,20	3,34
Budapest Bank Zrt.	117 732 000	78 666 000	-9,73%	4,51%	1,24	0,83	0,43	5	6	3,44	3,46
Concordia Közraktár Zrt.	1 590 623	1 121 734	-8,57%	-21,18%	0,00	0,68	-0,03	5	4	1,15	2,96
Diákhitel Központ Zrt.	2 273 000	14 914 000	-9,42%	1,32%	82,70	0,95	0,07	1	1	3,16	3,62
Eximbank Zrt.	78 939 000	40 705 000	52,45%	0,08%	7,79	2,05	0,39	3	2	2,61	2,71
Fővárosi Gázművek Zrt	38 774 000	179 863 000	-10,29%	5,13%	0,03	1,18	2,28	3	6	3,07	3,10
Garantiqa Hitelgarancia Zrt.	28 294 456	6 784 623	-9,22%	19,19%	0,00	32,55	1,98	2	1	1,59	3,06
Győr-Sopron-Ebenfurti Vasút Zrt.	15 752 179	24 744 545	-5,36%	0,04%	2,69	0,52	0,15	3	6	2,28	3,36
HM Elektronikai, Logisztikai és Vagyongazdálkodó Zrt.	7 434 979	43 268 060	0,61%	6,94%	0,12	1,12	2,07	2	1	0,62	2,82
HungaroControl Magyar Légiforgalmi Szolgálat Zrt.	30 855 049	35 041 061	5,98%	9,19%	0,13	4,54	1,80	3	2	1,44	3,46
Hungaroring Sport Zrt.	8 239 950	4 488 610	9,93%	0,50%	0,00	2,00	0,61	4	4	2,18	3,38
Magyar Államvasutak Zrt.	147 260 000	138 439 000	2,30%	-1,81%	6,06	1,13	0,04	3	6	3,70	2,51
Magyar Fejlesztési Bank Zrt.	254 647 000	47 500 000	-12,53%	1,17%	1,73	30,76	1,07	2	1	3,39	3,18
Magyar Posta Zrt.	88 962 000	199 840 000	0,88%	-0,81%	0,01	0,86	1,55	3	6	3,72	3,20
Magyar Villamos Művek Zrt.	755 472 000	1 266 496 000	18,56%	0,63%	0,17	2,16	1,68	3	6	2,90	3,25
MFB Ingatlanfejlesztő Zrt.	7 219 106	628 668	259,92%	-4,47%	0,56	4,32	-0,12	5	6	1,92	2,88
MFB Invest Zrt.	14 928 385	185 836	-12,58%	-2,83%	0,00	16,67	1,24	4	2	2,16	2,98
Nemzeti Mobilfizetési Zrt.	761 341	11 030 552	120,02%	-1086,76%	0,00	2,00	-0,12	4	4	1,66	3,03
Nemzeti Útdíjfizetési Szolgáltató Zrt.	17 223 192	207 141 509	45,83%	-18,31%	0,00	10,33	4,98	3	2	1,89	3,03
Szerencsejáték Zrt.	24 212 707	351 477 896	17,70%	98,13%	0,00	1,14	8,42	4	4	3,43	3,53
Tiszavíz Vízérőmű Energetikai Kft.	11 953 228	3 131 704	4,96%	9,80%	0,00	7,30	2,35	5	2	1,33	3,17
átlag	79 090 632	126 921 049	22,2%	-46,4%	4,916	6,011	1,561	3,286	3,476	2,326	3,144
min	761 341	185 836	-12,6%	-1086,8%	-	0,525	0,125	1,000	1,000	0,620	2,510
max	755 472 000	1 266 496 000	259,9%	98,1%	82,702	32,545	8,425	5,000	6,000	3,720	3,620
medián	17 223 192	35 041 061	2,3%	0,6%	0,032	2,004	1,237	3,000	4,000	2,180	3,170

Forrás: Saját modell

23. Táblázat: Scoring rendszer pontszámok

Vállalat neve	Árbevétel							Nemzetközi gyakorlat	Vállalat ismertsége	Vállalat társadalmi megítélése	Összpontszám	
	Saját tőke	Árbevétel növekedési üteme (3 év)	ROIC	Tőkeáttételi mutató	Likviditási ráta	Z-score	Piacorientáltság					
Bakonyerdő Zrt.	6	4	4	4	8	3	4	6	1	1,20	3,34	44,54
Budapest Bank Zrt.	10	8	0	4	4	0	2	15	6	3,44	3,46	55,9
Concordia Közraktár Zrt.	2	4	0	0	8	0	0	15	4	1,15	2,96	37,11
Diákhitel Központ Zrt.	4	4	0	4	0	0	2	3	1	3,16	3,62	24,78
Eximbank Zrt.	10	6	10	2	0	5	2	9	2	2,61	2,71	51,32
Fővárosi Gázművek Zrt	10	8	0	6	8	1	6	9	6	3,07	3,10	60,17
Garantiqa Hitelgarancia Zrt.	8	4	0	8	8	1	4	6	1	1,59	3,06	44,65
Győr-Sopron-Ebenfurti Vasút Zrt.	8	6	0	2	2	0	2	9	6	2,28	3,36	40,64
HM Elektronikai, Logisztikai és Vagyongazdálkodó Zrt.	6	6	2	6	8	1	6	6	1	0,62	2,82	45,44
HungaroControl Magyar Légiforgalmi Szolgálat Zrt.	10	6	6	6	8	5	3	9	2	1,44	3,46	59,9
Hungaroring Sport Zrt.	6	4	6	2	8	3	2	12	4	2,18	3,38	52,56
Magyar Államvasutak Zrt.	10	8	4	0	0	1	2	9	6	3,70	2,51	46,21
Magyar Fejlesztési Bank Zrt.	10	6	0	4	2	1	4	6	1	3,39	3,18	40,57
Magyar Posta Zrt.	10	8	2	0	8	0	4	9	6	3,72	3,20	53,92
Magyar Villamos Művek Zrt.	10	8	8	2	8	5	4	9	6	2,90	3,25	66,15
MFB Ingatlanfejlesztő Zrt.	6	2	10	0	6	3	0	15	6	1,92	2,88	52,8
MFB invest Zrt.	8	2	0	0	8	1	4	12	2	2,16	2,98	42,14
Nemzeti Mobilfizetési Zrt.	2	4	10	0	8	5	0	12	4	1,66	3,03	49,69
Nemzeti Útdíjfizetési Szolgáltató Zrt.	8	8	10	0	8	1	8	9	2	1,89	3,03	58,92
Szerencsejáték Zrt.	8	8	8	10	8	1	8	12	4	3,43	3,53	73,96
Tiszavíz Vízérőmű Energetikai Kft.	8	4	4	6	8	3	6	15	2	1,33	3,17	60,5
átlag	7,62	5,62	4,00	3,14	6,00	1,90	3,48	9,86	3,48	2,33	3,14	
medián	8,00	6,00	4,00	2,00	8,00	1,00	4,00	9,00	4,00	2,18	3,17	

Forrás: Saját modell

24. Táblázat: A BÉT-en jegyzett vállalatok leíró statisztikái (2016)

A BÉT-en jegyzett vállalatok leíró statisztikái						
Változó neve	Mértékegység	p5	p50	p95	Átlag	Szórás
Vállalat kora	év	2	8	27	13	9
Létszám	fő	1	18	90	35	64
Árbevétel	Mrd Ft	0,0	0,2	69,8	9,2	36,7
Mérlegfőösszeg	Mrd Ft	0,2	1,6	109,7	15,4	51,3
Egy főre jutó árbevétel	Mrd Ft	0,0	24,5	591,8	79,7	183,1
Befektetett tőkére arányos profit (ROIC)	%	-40,5	0,2	324,1	25,7	124,5
Idegen forrás aránya	%	10,6	33,2	96,1	44,1	29,4
Tőkeáttétel		0,1	0,5	24,6	5,7	16,9
Likviditási ráta		0,4	2,0	20,2	6,8	17,1
AltmanZ		-2,0	2,5	5,9	2,2	2,2
AltmanZ – 3 éves átlag		-3,0	2,7	14,0	5,3	12,1
Létszám – 3 éves átlagos növekedés	%	-25,0	0,0	57,7	5,3	31,2
Árbevétel – 3 éves átlagos növekedés	%	-29,2	0,8	79,1	183,3	841,6
Mérlegfőösszeg – 3 éves átlagos növekedés	%	-20,9	-0,6	106,6	55,7	257,6
Átlagbér – iparági átlagtól vett eltérés (3 év átlaga)	Millió Ft	-0,4	2,6	17,4	4,7	6,4
Tárgyi eszközök aránya – iparági átlagtól vett eltérés (3 év átlaga)	%	-33,7	-12,4	24,5	-10,7	16,9
Exportárbevétel aránya – iparági átlagtól vett eltérés (3 év átlaga)	%	-5,1	-1,8	6,8	-1,2	4,6

*Megjegyzés: A táblázat fejlécében p-vel a percentiliseket jelöltük. A percentilisek értelmezéséhez lásd a törzsszöveg 1. ábrájához tartozó megjegyzést. A táblázat értékei a BÉT T és standard kategóriáiban jelenleg szereplő vállalatokra vonatkoznak.*

Forrás: Banai et al. [2016]

## 8. Forrásjegyzék

Antal, L. – Surányi, Gy. [1987]: A bankrendszer átalakításának előtörténete. Külgazdaság, 31. évfolyam, 1. szám, 3–12. old.

Álmos Telegdy [2012]: Is Privatisation Good or Bad? Assessing the Effects. Letölthető: [www.real.mtak.hu/29403/3/is\\_privatisation\\_good\\_or\\_bad.pdf](http://www.real.mtak.hu/29403/3/is_privatisation_good_or_bad.pdf); Letöltve: 2017.01.14.

Álmos Telegdy, John Earle [2008]: Privatizáció, foglalkoztatás és bérek. Letölthető: [http://real.mtak.hu/29407/7/privatizacio\\_foglalkoztatatas\\_es\\_berek.pdf](http://real.mtak.hu/29407/7/privatizacio_foglalkoztatatas_es_berek.pdf); Letöltve: 2017.01.14.

Altman, E. [2000]: predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-score and Zeta Models. Letölthető: <http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/Zscores.pdf>, Letöltve: 2017.03.15.

Banai Ádám - Erhart Szilárd - Vágó Nikolett - Varga Péter [2016]: A tőzsdeképesség vizsgálata a magyar kis- és középvállalati szektorban. Hitelintézeti Szemle, 15. évfolyam, 3. szám, 79-109. old.

Báger Gusztáv - Kovács Árpád [2004]: Privatizáció Magyarországon. Állami Számvevőszék, Budapest.

Bélyácz Iván [1993]: Privatizáció és gazdasági verseny. Prodinform, Budapest.

BÉT [2015]: Állami cégek a tőzsdén? Jól is elsülhet. Letölthető: [http://www.portfolio.hu/vallalatok/allami\\_cegek\\_a\\_tozsden\\_jol\\_is\\_elsulhet.221697.html](http://www.portfolio.hu/vallalatok/allami_cegek_a_tozsden_jol_is_elsulhet.221697.html), letöltve: 2017.03.18.

BÉT [2016]: A BÉT 2016-2020-as stratégiájának fő irányai. Letölthető: <https://www.bet.hu/Rolunk/a-budapesti-ertektozsderol/A-BET-2016-2020-as-strategiajanakfo-iranyai>, letöltve: 2017.01.11.

BKK [2011]: Fogyasztói árkiegészítések emelése: Budapest nem maradhat ki. Letölthető: [http://www.bkk.hu/2011/09/arkieg\\_110930/](http://www.bkk.hu/2011/09/arkieg_110930/), letöltve: 2017.03.15.

Bloomberg [2014]: Romania Electrica IPO oversubscribed two days before closing. Letölthető: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-06-24/romania-electrica-ipo-oversubscribedtwo-days-before-closing-1->; Letöltve: 2017.01.15.

Botka László - Skultéty Zsolt - Tárkány Szűcs Attila [1992]: Átalakulás - Privatizáció. Oktáv Rt. Kiadó, Esztergom.



BVB [2016]: The first Romanian privatization through the capital market. Letölthető: <http://www.bvb.ro/info/forum/Alexandra%20Borisilavschi%20-%20Electrica.pdf>; Letöltve: 2017.01.15.

Csáki György [2013]: IMF-hitelek Magyarországnak, 1996–2008. ÁSZ, Budapest.

Deutsche Bahn Cargo [2016]: Combining strengths in Poland. Letölthető: [http://www.dbcargo.com/rail-deutschland/en/news\\_media/uebersicht\\_news/11129654/nl\\_16\\_04\\_3\\_tauron.html](http://www.dbcargo.com/rail-deutschland/en/news_media/uebersicht_news/11129654/nl_16_04_3_tauron.html); Letöltve: 2017.03.15.

EBRD [2014]: Romanians Electrica starts trading in Bucharest and London. Letölthető: <http://www.ebrd.com/news/2014/romania-electrica-starts-trading-in-bucharest-and-london.html>; Letöltve: 2017.01.15.

Economist [2011]: Privatisation Poland. Letölthető: <http://www.economist.com/blogs/schumpeter/2011/07/privatisation-poland>; Letöltve: 2017.01.16.

Egis [2016]: Egis cégtörténet. Letölthető: <http://www.egis.hu/wps/portal/egis/cegunkrol/centenarium/>; Letöltve: 2017.01.20.

Electrica [2015]: Electrica one year after its listing on the stock exchange. Letölthető: <http://www.electrica.ro/en/media-en/electrica-one-year-after-its-listing-on-the-stockexchange/>; Letöltve: 2017.01.15.

Electrica [2016]: Cégbemutató. Letölthető: <http://www.electrica.ro/en/the-group/about/>; Letöltve: 2017.01.20.

Ernst and Young [2014]: EY's guide to going public – Are you ready? We are. Letölthető: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY\\_-\\_Guide\\_to\\_going\\_public/\\$FILE/EYguide-to-going-public-SGM.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Guide_to_going_public/$FILE/EYguide-to-going-public-SGM.pdf); Letöltés ideje: 2017. március 15.

Eurocontrol [2016]: <https://www.eurocontrol.int/sesar-research>; Letöltve: 2017. 01. 12.

FHB [2017]: FHB cégbemutató. Letölthető: <https://www.fhb.hu/tarsasag/Rolunk>; Letöltve: 2017.01.12.

Fogarasy Gabriella-Szántó Zoltán [2011]: Privatizáció és a nevető harmadik. In: (Janky Béla (szerk.) [2007]): Szervezet, konfliktus, mediáció: Tanulmányok a 100 éve született Rézler Gyula emlékére. Gondolat Kiadó, Budapest, 39-48 old.

Foter [2014]: Túl az állam az Electrican. Letölthető: [http://mail.foter.ro/cikk/20140612\\_tulad\\_az\\_allam\\_az\\_electrican](http://mail.foter.ro/cikk/20140612_tulad_az_allam_az_electrican); Letölthető: 2017.01.15.

Gérard Roland [2008]: Privatization Success and Failures. Colombia University Press.

Hensler, D. – Rutherford, R. – Springer, T. [1997]: The Survival of Initial Public Offerings in the Aftermarket. Journal of Financial Research, Vol. 20, No. 1, 93–110 old.

HungaroControl [2012]: HungaroControl cégbemutató kiadvány. Letölthető: <http://www.hungarocontrol.hu/download/dd194b23a75c67f17f618f933f67725d.pdf>; letöltve: 2017.01.15.

HungaroControl [2016]: HungaroControl éves jelentés 2015. Letölthető: <http://www.hungarocontrol.hu/download/5b01b0d52ceb14bfa39f401d7beadc31.pdf>; letöltve: 2017.01.15.

International Civil Aviation Organization (ICAO) [2008]: Ownership, Organization and Regulatory Practices of Airports and Air Navigation Services Providers. Letölthető: [http://www.icao.int/sustainability/Documents/Report\\_OwnershipStudy\\_en.pdf](http://www.icao.int/sustainability/Documents/Report_OwnershipStudy_en.pdf), letöltve: 2017.01.18.

Johanna Ludvigsen - Oddgeir Osland [2009]: Liberalisation of Rail Freight Markets in the Old and New EU-Member States.

Juan Espinar Nova [2012]: Study of a New Approach for Air Traffic Control and Airport Management In Spain. Letölthető:

[https://upcommons.upc.edu/bitstream/handle/2099.1/16736/Mem%C3%B2ria\\_PFC\\_Espinar\\_Nova.pdf](https://upcommons.upc.edu/bitstream/handle/2099.1/16736/Mem%C3%B2ria_PFC_Espinar_Nova.pdf), letöltve: 2017.01.18.

Katits Etelka [1992]: A magyar privatizáció 1988-1992. Pollack Mihály Műszaki Főiskola, Pécs.

Kákosy [1996]: Az MRP és MBO által történt hazai privatizáció tapasztalatai. Budapesti Corvinus Egyetem, TDK dolgozat.

Kitekintő [2012]: A privatizáció az IMF és a nemzeti érdekek. Letölthető:

[http://kitekinto.hu/europa/2012/09/22/a\\_privatizacio\\_az\\_imf\\_es\\_a\\_nemzeti\\_erdek#.UeZVIW2CDcg](http://kitekinto.hu/europa/2012/09/22/a_privatizacio_az_imf_es_a_nemzeti_erdek#.UeZVIW2CDcg); Letöltve: 2017.01.16.

Kitekintő [2013]: Holnap privatizálják az állami teherszállítót? Letölthető:

[http://kitekinto.hu/europa/2013/10/29/holnap\\_privatizaljak\\_az\\_allami\\_teherszallitot](http://kitekinto.hu/europa/2013/10/29/holnap_privatizaljak_az_allami_teherszallitot); Letöltve: 2017.01.16.

Korányi G.Tamás [1999]: Privatizáció a tőzsdén keresztül. GJW-Consultatio, Budapest.

Korányi G. Tamás – Szeles Nóra [2005]: Tőzsde születik. BÉT, Budapest.

Kornai János [1989]: Indulatos röpirat a gazdasági átmenet ügyében. HVG Kiadói Rt, Budapest.

Lattanzio, Gabriele [2017]: Failed Privatizations: A European Perspective. In: The PB Report. Fondazione Eni Enrico Mattei, Milánó, 45-53 old.

Macey, J. – O'Hara, M. [2002]: The economics of stock exchange listing fees and listing requirements. Journal of Financial Intermediation, Vol. 11, 297–319 old.

Major Iván [1992]: Gyorsítható-e a privatizáció Magyarországon? Prodinform, Budapest.

Mata, J.– Portugal, P. [1994]: Life Duration of New Firms. The Journal of Industrial Economics, Vol. 42, No. 3 (September), 227–245 old.

Megginson, William L. [2017]: Privatization Trends and Major Deals in 2015 and 2016. In: The PB Report. Fondazione Eni Enrico Mattei, Milánó, 2-32 old.

Mihályi Péter [1997]: A bankprivatizáció tanulságai. Külgazdaság, 41. évfolyam, 10. szám, 61–68. old.

Mihályi Péter [1998]: A magyar privatizáció krónikája 1989-1997. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.

Mihályi Péter [2010]: Magyar privatizáció enciklopédiája I.-II. Pannon Egyetemi Könyvkiadó, Veszprém.

Mihályi Péter [2015]: Re-nationalization in post-communist Hungary, 2010 – 2013. In: The PB Report. Fondazione Eni Enrico Mattei, Milánó, 46-50. old.

Nagy Márton [2016]: Tőzsdei előszoba. Előadás az MKT küldöttközgyűlésén. Letölthető: [http://www.mkt.hu/wp-content/uploads/2016/05/Nagy\\_Marton\\_05\\_26.pdf](http://www.mkt.hu/wp-content/uploads/2016/05/Nagy_Marton_05_26.pdf); Letöltve: 2017.03.17.

Napi [2013]: Hihetetlen Bukarest privatizációs stratégiája. Letölthető: [http://www.napi.hu/kulfold/hiteltelen\\_bukarest\\_privatizacios\\_strategiaja.563073.html](http://www.napi.hu/kulfold/hiteltelen_bukarest_privatizacios_strategiaja.563073.html) Letöltve: 2017.01.15.

NATS [2016]: A NATS tulajdonosi szerkezete. letölthető: <http://www.nats.aero/aboutus/what-we-do/our-ownership-2014/>, letöltve: 2017.01.18.

NY Times [2010]: Renewed Push for Privatization in Poland. Letölthető:

<http://www.nytimes.com/2010/05/24/business/global/24iht-rdbeurtol.html>; Letöltve: 2017.01.16.

PB [2017]: Fondazione Eni Enrico Mattei adatbázisa, <http://www.privatizationbarometer.com/database.php>; Letöltve: 2017.03.18.

Pénzcsinálók [2012]: A privatizálások meg is duplázzhatják a román tőzsde kapitalizációját. Letölthető: <http://penzcsinalok.transindex.ro/penzpiac/20120420-a-privatizalások-meg-isduplazhatjak-a-roman-tozsde-kapitalizaciojat>; Letöltve: 2017.01.15.

Portfolio [2015]: Budapest vagy Bukarest, nem mindegy. Letölthető: [http://m.portfolio.hu/vallalatok/budapest\\_vagy\\_bukarest\\_nem\\_mindegy.215332.html](http://m.portfolio.hu/vallalatok/budapest_vagy_bukarest_nem_mindegy.215332.html); Letöltve: 2017.01.14.

Railway Gazette [2013]: PKP Cargo privatisation details announced. Letölthető: <http://www.railwaygazette.com/news/freight/single-view/view/pkp-cargo-privatisationdetails-announced.html>; Letöltve: 2017.01.16.

Stiglitz, J. [2000]: A kormányzati szektor gazdaságtana. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó-Kerszöv, Budapest.

USAID [1998]: Developing Romania's Capital Market, 1998, Number 4.

Vályi György [1994]: Kedvezményes Részvényvásárlási Program (KRP). Építésügyi Tájékoztatói Központ, Budapest.

Várhegyi, É. [1991]: Az Antall-kormány első éve a bankszektor szemszögéből. Bankszemle, 35. évfolyam, 2. szám, 1–9. old.

Várhegyi, É. [1995b]: A magyar bankpiac szerkezete - koncentráció, szegmentáltság, jövedelmi polarizáció. Közgazdasági szemle, 42. évfolyam, 3. szám, 218–235. old.

Várhegyi, É. [1998a]: A magyar banktulajdonosi szerkezet sajátos vonásai. Közgazdasági szemle, 45. évfolyam, 10. szám, 906–922. old.

Várhegyi, É. [1998b]: Bankprivatizáció. Kulturtrade, Budapest.

Várhegyi, É. [2002]: Bankvilág Magyarországon. Helikon Kiadó, Budapest

Vestor [2016]: PKP Cargo 2016.06.28.

Voszka, É. [2005]: Állami tulajdonlás – elvi indokok és gyakorlati dilemmák. Közgazdasági szemle, 52. évfolyam 1–23. old.

Wiktor Patena [2014]: Analysis of the privatization process in Poland in the years 2008-2011 - outcomes and prospects. Letölthető:

[https://www.researchgate.net/publication/264933457\\_Analysis\\_of\\_the\\_privatization\\_process\\_in\\_Poland\\_in\\_the\\_years\\_2008-2011\\_-\\_outcomes\\_and\\_prospects](https://www.researchgate.net/publication/264933457_Analysis_of_the_privatization_process_in_Poland_in_the_years_2008-2011_-_outcomes_and_prospects), Letöltve: 2017.04.16.