

MŰHELYTANULMÁNYOK

DISCUSSION PAPERS

MT-DP – 2009/20

Áldás vagy átok?
A magántőke-befektetések
hatása a gazdaságra

KARSAI JUDIT

Műhelytanulmányok
MT-DP – 2009/20

MTA Közgazdaságtudományi Intézet

Műhelytanulmányaink célja a kutatási eredmények gyors közlése és vitára bocsátása.
A sorozatban megjelent tanulmányok további publikációk anyagául szolgálhatnak.

Áldás vagy átok?
A magántőke-befektetések hatása a gazdaságra

Karsai Judit
tudományos főmunkatárs
MTA Közgazdaságtudományi Intézet
E-mail: kar@econ.core.hu

2009. november

ISBN 978-963-9796-78-2
ISSN 1785-377X

Publisher:
Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences

Áldás vagy átok?

A magántőke-befektetések hatása a gazdaságra

KARSAI JUDIT

Összefoglaló

A gazdasági és politikai élet szereplői körében már régóta világszerte vita folyik arról, hogy a magántőke-befektetések milyen hatást gyakorolnak a gazdaságra. A vita fókuszában a magántőke-befektetések egy szűkebb csoportja áll, nevezetesen a hitel igénybevételével történő kivásárlások (Leveraged Buyout, LBO), miközben a cégek fejlődésének korai fázisában történő kockázati tőke-befektetések pozitív hatását senki sem kérdőjelezi meg.

A válság közepette különös élességgel vetődik fel, hogy vajon a magántőke valóban olyan tulajdonosi modell, amely képes a megvásárolt cégek tartós javulását előidézni, avagy csupán egy egyszerű pénzügyi konstrukció (financial engineering), amely az adókedvezményeket használja ki, s csak a jövedelmeket rendezi át. A kutatások összességében nem igazolják, hogy magántőke-befektetők a portfólió cégek megkopasztásával zsebelnének be óriási hozamokat. Nem támasztják alá azt sem, hogy a kivásárlások negatív hatást gyakorolnának az érintett szektorok növekedésére vagy versenyképességére, illetve instabillá tennék magát a pénzügyi és gazdasági rendszert.

Tárgyszavak: kockázati tőke, magántőke, vállalatfelvásárlás, vállalat átstrukturálás, tulajdonosi ellenőrzés

JEL kódok: G24, G34

Köszönetnyilvánítás

A kutatást a K 68471 számú OTKA pályázat támogatta.

Blessing or curse?

The Economic Impact of Private Equity

JUDIT KARSAI

Abstract

The actors of economy and politics all over the world have long debated about the effect private equity investments make on economy. The debate focuses on the effect of a narrow group of private equity investments, namely, Leveraged Buyouts (LBO), while nobody questions the positive impact of venture capital investments in the early phase of the development of companies. Amidst the crisis, the question raised has a particular edge to it: is private equity indeed such an ownership model that is able to induce the permanent improvement of the companies purchased, or is it only simple financial engineering, which takes advantage of the tax allowances and merely rearranges incomes. All in all, research did not confirm that private equity investors cash in on huge yields through ripping off the portfolio companies. Nor do they prove that the buyouts have a negative effect on the growth or competitiveness of the sectors concerned, or that they would make the financial and economic systems unstable.

Keywords: Venture Capital, Private Equity, Merger & Acquisition, Corporate Restructuring, Corporate Governance

JEL: G24, G34

BEVEZETÉS

A gazdasági és politikai élet szereplői körében már régóta világszerte vita folyik arról, hogy a magántőke-befektetések¹ milyen hatást gyakorolnak a gazdaságra. A vita fókuszában a magántőke-befektetéseknek csak egy szűkebb csoportja áll, nevezetesen a hitel igénybevételéből történő kivásárlások (Leveraged Buyout, LBO). Miközben a cégek fejlődésének korai fázisában történő kockázattőke-befektetések pozitív hatását senki sem kérdőjelezi meg, a válság közepette különös élességgel vetődik fel egy kérdés. Vajon a magántőke valóban olyan tulajdonosi modell, amely képes a megvásárolt cégek fenntartható javulását előidézni, avagy csupán egy egyszerű pénzügyi konstrukció, esetleg mindkettő? A kérdés tehát valójában az, hogy a magántőke a kivásárlásra kerülő cégek részvényeire tett, hitellel kiegészített ajánlata révén, a cégeket szakszerűen kiválasztva és menedzselve jut-e a tőzsdei befektetésekhez képest magasabb hozamokhoz; avagy csupán egy pénzügyi trükkről van szó, amely az adókedvezmények kihasználásával és a cégekben lévő vagyon kiszivattyúzásával csak a jövedelmeket rendezi át.

A témával foglalkozó publikációk jelentős része világszerte lobby-érdekeket szolgál. A tudományos igényű kutatások összességében nem igazolják, hogy magántőke-befektetők a portfólió cégek megkopasztásával zsebelnének be óriási hozamokat. Nem támasztják alá azt sem, hogy a kivásárlások negatív hatást gyakorolnának az érintett szektorok növekedésére vagy versenyképességére, illetve hogy instabillá tennék magát a pénzügyi és gazdasági rendszert. Nem igazolják az állások megszüntetésére vonatkozó aggodalmakat, igaz azt sem, hogy a kivásárlások erős foglalkoztatás-növekedéssel járnának. Az elemzések a magántőke által finanszírozott cégeknél viszonylag magasabb munkatermelékenységet találtak. A bérek esetében pedig a magántőke-finanszírozás semleges hatását állapították meg.

¹ A magántőke-befektetés vállalatfinanszírozással professzionálisan foglalkozó alapok olyan befektetése, amely tulajdonosi szerep ellenében nyújt tőzsdén nem jegyzett cégek számára hosszú távra külső finanszírozást. A magántőke-befektetések két fő csoportját a kockázattőke-befektetések és a kivásárlások alkotják. Míg a kockázati tőkét a jelentős növekedést ígérő cégek kapják fejlődésük korai szakaszában, addig a kivásárlások általában érett cégek ellenőrzést biztosító tulajdoni hányadának felvásárlását takarják. A kivásárlások finanszírozása jelentős részben olyan hitellel történik, amelyre a felvásárlásra kerülő cég vagyona szolgál biztosítékkal.

A MAGÁNTŐKE-BEFEKTETÉS MODELLJE

A magántőke-befektetések gazdasági hatásának áttekintése annak az alapkérdésnek az eldöntésében segít, hogy a magántőke maga is teremt-e értéket, avagy csupán az értékek elosztását változtatja meg a gazdaság szereplői között. A válasz a magántőke-finanszírozási ágazat működési módját képező modell előnyeinek és hátrányainak mérlegelésén múlik.

A magántőke-befektetők tulajdonosi modellje lényegében egy befektetési stratégián és az ehhez kapcsolódó szerződésen alapul (*Strömberg, 2009*). A befektetési stratégia rendszerint tőzsdén nem jegyzett, ritkábban tőzsdei vállalkozások részvényeinek megvásárlását takarja.

A befektetést követően a szóbanforgó cégek részvényei nyilvánosan nem jegyezhetők. A befektetés célja a portfólióba bevásárolt cégek fejlesztése és/vagy értékének növelése, eszköze pedig a menedzseri döntések ellenőrzése, a felelősségi körök pontos meghatározása és megfelelő ösztönzési rendszer kialakítása.

A magántőke üzleti modellje a befektetők és a menedzserek érdekeinek sokrétű összehangolásával - így az ösztönzés, az ellenőrzés és a hitel kombinációjával - igyekszik hozzájárulni a cégek teljesítményének javulásához. Az alapok befektetőinek és kezelőinek érdekeit egy olyan szerződés-rendszer biztosítja, amely az alapkezelők számára a kezelt tőke értékének bizonyos hányadában meghatározott alapkezelői díjat állapít meg. Ezen felül az alapok kezelői egy meghatározott hozamküszöb elérését követően maguk is részesednek az alap által elért hozamokból is, ami magasabb hozam elérésére irányuló ösztönzést jelent a számukra. A befektetők mellett az alapkezelők kis hányadban maguk is befektetnek az alapokba, s ezáltal érdekeltté válnak az alapok nyereséges működésében.

A zömmel intézményi befektetők tőkéjéből, meghatározott időtartamra felállított, s kezelési költség és sikerdíj fejében professzionális alapkezelők által működtetett magántőke-alapok rendszerint ellenőrző szerepet biztosító tulajdoni hányadot szereznek a kivásárolt cégekben. Az alapokba tőkét fektető intézményi befektetők az alapok tanácsadó testületein vagy befektetési bizottságain keresztül kapnak áttekintést az alapok működéséről, emellett az alapok indulásakor, illetve meghatározott időszakonként részletes auditált jelentést is kapnak az alapok kezelőitől. Az alapok indulásakor a befektetők kötelezettséget vállalnak egy meghatározott összeg nyújtására, melyet az alapok kezelői a befektetések ütemében hívnak le. A magántőke-alapok befektetői az odaígért tőkét az alapok életének lejártáig nem vonhatják vissza. A magántőke-alapok a befektetések hasznát akkor realizálják, amikor a portfóliójukban lévő cégekben lévő részesedésektől megválnak. Az alapokra rendszerint tízéves élettartam jellemző, melynek leteltével az alap teljes tőkéjét az alapkezelők visszajuttatják a befektetőkhez.

A MAGÁNTŐKE-PIAC FEJLŐDÉSE ÉS JELENTŐSÉGE

A magántőke-befektetések gazdaságra gyakorolt pozitív vagy negatív hatásának megítéléséhez ismerni kell annak hatókörét, azaz abszolút és relatív nagyságát. A statisztikai adatok egyértelműen alátámasztják, hogy a magántőke-finanszírozás az elmúlt tíz évben világszerte egyre fontosabb mechanizmusává vált a cégek gyors és radikális restrukturálásának. Ugyanakkor a magántőke tevékenység közelmúltbeli növekedése és a pénzügyi rendszer néhány szegmensében játszott fontossága ellenére, a magántőke-ipar csak viszonylag kis hányadát fedi le a vállalatok finanszírozásához kapcsolódó gazdasági tevékenységnek.

A magántőke-ágazat jelentőségének növekedésére utal, hogy az elmúlt években egyaránt drámai növekedés jellemezte a magántőke-befektetők által felvásárolt cégek számát és a magántőke-befektetések értékét. Az 1970 és 2007 között világszerte végrehajtott, több mint 20 ezer magántőke-befektetési ügyletre kiterjedő eddigi legátfogóbb vizsgálat (*Lerner és Gurung, 2008*) adatai szerint, a hitel igénybevételével kivásárolt cégek értéke 3600 milliárd dollárt ért el, melyből 2700 milliárd dollár értékű cégvásárlásra 2002 és 2007 között került sor. A magántőke-befektetők tulajdonában lévő cégek száma is erőteljesen emelkedett. 1970 óta minden évben számottevően több, hitellel történő kivásárlásra került sor, mint ahány ilyen cégből a befektetők kiléptek. Így 2007 elejére a világon már közel 14 ezer cég volt magántőke-befektetők (rész)tulajdonában, holott 2000-ben e cégek száma még csak 5 ezer, a kilencvenes évek közepén pedig mindössze 2 ezer volt (*Lerner és Gurung, 2008*). Világszerte mintegy 2500-3000 magántőkebefektető-alap működik, beleértve a klasszikus kockázattőke-alapokat. Túlnyomó részük, közel 2000 intézmény az Egyesült Államokban található (*PEI, 2007*).

Az *IFSL (2009)* legfrissebb becslése szerint 2008-ban közel 190 milliárd dollár értékű magántőke-befektetésre került sor világszerte, ami a válság hatására 40%-kal esett vissza az előző évi közel 320 milliárd értékű befektetési volumenhez képest. A befektetések 25%-át az Egyesült Államokban, 40%-át a válság által akkor még kevésbé sújtott Európában hajtották végre. A magántőkések által befektetési céllal összegyűjtött tőke értéke 2008-ban 450 milliárd dollárt tett ki, ami 40 milliárd dollárral volt kevesebb az előző évben általuk összegyűjtött tőkénél. 2008-ban a befektetési céllal gyűjtött tőke közel kétharmada Amerikából, negyede pedig Európából érkezett a magántőke-alapokhoz. A magántőke-alapok által kezelt teljes vagyon, azaz a befektetésre rendelkezésükre álló tőke és a portfólióikban lévő cégek vagyona együtt, 2500 milliárd dollár értéket képviselt 2008-ban, ami 15%-kal

haladta meg az előző évi nagyságrendet. Elsősorban a 2006 és 2008 első felében gyűjtött igen jelentős összegű tőkének köszönhetően a magántőke-befektetők 2008-ban világszerte közel 1000 milliárd dollár értékű befektethető tőkével rendelkeztek, azaz vagyonuk közel 60%-a feküdt a még el nem adott cégekben (IFSL, 2009).

A magántőke-befektetések nagyságrendjének megítélését elősegíti, ha méretét a nyilvános részvénytőzsiacokon jegyzett részvények értékéhez viszonyítjuk. Az erre vonatkozó becslések szerint a magántőke-alapok által ellenőrzött tőkeérték az összes nyilvános tőzsiacra jegyzett részvény tőkeértékének 2-3%-át teszi ki (Kehoe és Palter, 2009; Davis és társai, 2008). További támpontot nyújt az ügyletek jelentőségének felméréséhez, hogy 2006-ban például a tőzsdén első ízben megjelenő cégek (IPO) harmadát képviselték magántőke-hátterű cégek (Jensen, 2007). További adalék, hogy 2008-ban világszerte az M&A ügyletek 7%-a kötődött a magántőkésekhez, s ez 2001 óta a legalacsonyabb arány volt. Különösen 2006-hoz képest esett vissza jelentősen a magántőke-befektetők által finanszírozott ügyletek részaránya a vállalatfelvásárlások körében, amikor ezen ügyletek az összes ügylet értékének ötödét adták (IFSL, 2009). A magántőke-befektetések volumenének közelmúltban tapasztalt jelentős növekedése ellenére, az európai magántőke-befektetések éves értéke az Európai Unió GDP-jének még a fél százalékát sem érte el. Az évtized elején mért, közel 0,25%-os arány a 2008-as válság idején 0,4% feletti hányadot ért el, ami lényegében az évtized közepén mért aránynak felel meg (EVCA, 2009).

A MAGÁNTŐKE-BEFEKTETÉSEKET ÉRT VÁDAK

A magántőke terjeszkedésének 2001 óta tartó hullámát növekvő médiafigyelem és kritika kísérte. A magántőke-befektetéseket ért támadások élharcosai a kivásárolt cégek dolgozói képviselő szakszervezetek voltak, akik a politikusok körében is támogatókra leltek. Az ágazat elleni támadás a médiában ismertté vált egyedi esetek, így főként a tőzsdén jegyzett nagyvállalatok kivásárlása kapcsán indult meg, s vezetett a pénzügyi szolgáltatások reformjának keretében a magántőke-befektetők szigorúbb szabályozásának követeléséhez. A magántőke-ágazat működését érintő vitát a pénzügyi és gazdasági válság is felerősítette, tekintve hogy recesszióban a nagy hitelteherrel rendelkező cégekre különösen nagy nyomás nehezedik, miközben a magántőke-ágazat működése maga is megnehezül.

A magántőke-ipar ellenzői a magántőkealap-kezelőket sok esetben a cégek lemeztelenítésével vádolták (asset stripping). A vádak között tehát első helyen a vállalatok "megkopsztása" állt, azaz amikor a befektetők a vállalat vagyonát felhasználva a kivásárlás finanszírozására, jelentős tőkét vontak ki a cégekből, amelyeken azután rövid időn belül

túladtak. Ez - amennyiben eleve azzal a céllal vesznek meg egy céget, hogy a vagyona eladása után hitelezőit, dolgozóit és nyugdíjjogosultjait kifizetetlenül hagyják - büntetőjogi kategória.

Emellett a magántőkealap-kezelőket az a kritika is érte, hogy portfólió cégeiket olyan restrukturálásra sarkallják, amely *negatív hatást gyakorol a foglalkoztatásra és az alkalmazottak díjazására*. A magántőke-befektetők iránt rokonszenvet nyilvánvalóan nem növelte, ha a kivásárlást követő beavatkozás nyomán alapvető *átalakításra* került sor a portfólió cégeknél, ami esetenként jelentős elbocsátásokhoz és a dolgozók fizetésének csökkenéséhez vezetett.

A magántőke megjelenésétől ennek ellenzői a cégek jövője szempontjából fontos, hosszú távú befektetések elmaradását is féltették. Továbbá azzal érveltek, hogy a cégek hitelekkel való megterhelése és offshore tulajdonba kerülése csökkenti az adókötelezettséget, s ez vezet azután a befektetések kiugró pénzügyi teljesítményéhez.

A magántőke ellenzői szerint a magántőke nem a portfólió-cégek működése révén ér el rendkívül magas hozamokat, hanem a cég többi érdekeltjének kárára történő érték eltulajdonítással (*Financial Services Authority, 2006; ITUC, 2007; PSE Group in European Parliament, 2007*). E vádak végül a magántőke-ipar vizsgálatának elszaporodását váltották ki, így többek között a *Treasury Select Committee (2007)* vizsgálatához vezettek az Egyesült Királyságban és az Amerikai Kongresszusban. A nagyfokú érdeklődés az iparágat meglepetésként érte (*Walker, 2007*). A válaszreakció egy sor kutatás, jelentés és az iparági legjobb gyakorlatra tett javaslat készítésére szóló megbízás lett.

A MAGÁNTŐKE-IPAR SAJÁT ELEMZÉSEI

A magántőke-ipart, illetve az e piacon működő befektetőket ért vádakkal szemben az ágazat egy sor olyan felmérési eredményre hivatkozott, amely a befektetők érdekvédelmét ellátó intézmények megrendelésére készült. A magántőke-befektetések általános hatását elemző munkák közül azok a - *kockázati- és magántőke egyesületek megrendelésére viszonylag rendszeresen készülő - felmérések a legismertebbek, amelyek a magántőkével finanszírozott vállalkozások teljesítményét hasonlítják össze a gazdaság egészének, vagy a vállalatok valamely csoportjának eredményeivel, így például a tőzsdei cégek vagy a legnagyobb méretű vállalkozások adataival.*

A fenti elemzések egyik sokat hivatkozott példája az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület (EVCA) megbízásából a Münchener Műszaki Egyetem Center for Entrepreneurship and Financial Studies (CEFS) intézete által 2005-ben készített felmérés. Ez megvizsgálta, hogy Európában a magántőke-ipar hogyan járult hozzá az általa létrehozott munkahelyek révén az európai munkahelyteremtéshez (*EVCA, 2005*). A felmérés készítői a válaszadásra felkért alapoktól az 1997 és 2004 között befektetésben részesített portfólió cégeikről kértek információt, melynek nyomán közel 200 magántőkét kapó cégről állt rendelkezésre adat. A felmérés eredményei azt mutatták, hogy az európai magántőke által finanszírozott cégek 2000 és 2004 között 1 millió új állást hoztak létre. A magántőke által finanszírozott cégekben foglalkoztatottak száma átlagosan évi 5,4%-kal nőtt a vizsgált négy év során. A felmérés készítőinek számítása szerint ez nyolcszor akkora ütem volt, mint az összes foglalkoztatott számának 0,7%-os éves növekedési üteme 2000 és 2004 között az EU 25 tagállamában. A felmérés adatai szerint a magántőke által finanszírozott vállalkozások 2004-ben közel 6 millió embert foglalkoztattak Európában - ami a 200 millió fős gazdaságilag aktív európai népesség 3%-ának felelt meg. A felmért cégek 33%-a évente átlagosan több mint 5%-kal növelte létszámát 1997 és 2004 között. A magántőke által finanszírozott portfólió cégeknél a foglalkoztatottság növekedési üteme a felmérés szerint jelentősen meghaladta az összes munkahely növekedésének rátáját Európában.

Hasonlóan pozitív kép rajzolódott ki az amerikai Nemzeti Kockázati Tőke Egyesület (NVCA) által a Global Insight cégtől megrendelt felmérésből, mely az Egyesült Államokban a kockázati tőke gazdasági hatását 23 és fél ezer, 1970 és 2005 között magántőke-befektetésben részesült cég vizsgálatán keresztül elemezte (*Global Insight, 2007*). E felmérés eredményei azt mutatták, hogy a kockázati tőkével finanszírozott cégek az amerikai gazdaság minden szektorában jelen voltak, s összesen 10 millió embernek adtak munkát. A kockázati tőkét kapó cégek 2005-ben a magánszektorbeli munkahelyek 9%-át képviselték. 2003 és

2005 között a foglalkoztatottak száma a kockázati tőkével finanszírozott cégeknél 4,1%-kal nőtt, míg ezalatt országos szinten 1,3%-os volt a foglalkoztatottak számának növekedése (*Global Insight, 2007*).

A fenti a számítások azonban meglehetősen sok becslést tartalmaztak, sőt az általuk alkalmazott összehasonlítások *módszertanilag* is sok tekintetben *megkérdőjelezhető*k, s nyilvánvalóan elfogultak voltak a magántőke iparág iránt. A magántőke-iparág pozitív hatásokat hangsúlyozó felméréseire válaszul például egy, az UNITE szakszervezet T&G tagszervezete által megrendelt tanulmányban *Hall (2007)* több olyan elemzés eredményének tudományos voltát is megkérdőjelezte, amely a magántőke-befektetések pozitív gazdasági hatásairól számolt be, hangsúlyozva, hogy az elemzések hibás módszertan alapján jutottak a közölt következtetésekhez. A szakszervezeti megrendelésre 2007-ben készült elemzés elismerte, hogy az elmúlt néhány évben a magántőkével finanszírozott cégek foglalkoztatottainak száma valószínűleg nőtt. De ennek szerinte az volt az oka, hogy a magántőke tulajdonban lévő cégek száma és mérete nőtt meg az elmúlt években erőteljesen, azaz a fenti adat önmagában az egyes cégek szintjén nem feltétlenül tükröz bármiféle növekedést. Mindez csupán a magántőke-alapok növekedéséről árulkodik, s nem mond semmit a konkrét cégek foglalkoztatottsági viszonyairól, arról, hogy az magasabb vagy alacsonyabb-e, mint lett volna a tulajdonosok megváltozása nélkül.

Hall (2007) szerint a magántőke-ágazat érdekképviselői szervezeteinek megrendelésére készült felmérések módszertani fogyatékosága főként a magánszektorban működő cégekről elérhető információk hiányos voltából fakad. Ennek következtében a szektor hatását vizsgáló kutatások nem teljeskörűek, hanem önkényesen kiválasztott cégek, ráadásul nem tényleges, hanem becsült adatain alapulnak. Mivel az érintett cégektől önkéntes módon kéri be az információkat, a jobban teljesítő cégek inkább bekerülnek a mintába, míg a gyengébben teljesítők kimaradnak, ami úgy torzítja az eredményeket, hogy a felmérés készítői ellenőrizni sem tudják a kapott adatokat. Az adatok összegyűjtése azoktól, akik választhattak, hogy válaszolnak-e vagy sem, illetve a csak túlélő kivásárolt cégektől (azaz amelyek nem mentek csődbe), *nem* vezethetett *reprezentatív* eredményhez. A felmérések ugyanis nem számoltak a túlélési ráta hatásával, azaz csak a sikeres cégeket nézték, s nem vették figyelembe az időközben tönkrement cégek sokkal népesebb hadát.

Noha a magántőke-befektetések hatásáról az elmúlt húsz évre vonatkozóan kiterjedt tudományos szakirodalom áll rendelkezésre, a nyilvánosság előtt zajló vita nagy része a magántőke ágazat megrendelésére készített, szükségképp nem objektív tanulmányok adatain, más oldalról a nyilvánosságra került kirívó eseteken alapult. Holott a *tudományosan ellenőrzött adatokat és korrekt módszertant alkalmazó tanulmányok száma is eléri a százat*, s ezek alapján kiegyensúlyozott álláspont szűrhető le a magántőke-befektetések hatásáról (*Wright és társai, 2009*). A tudományos szakirodalom már egy sor

olyan témát megvizsgált, ami fényt derít a magántőke hatását érintő alapvető kérdésekre. A kiemelt kérdések közé tartozik többek között a magántőke-alapok és ezek befektetői által elért hozamok nagysága, a magántőke portfólió cégeinek hasonló adottságú vállalkozásokhoz viszonyított jövedelmezősége és termelékenysége, a portfólió cégeknél a befektetések foglalkoztatásra és a bérekre gyakorolt hatása, illetve mindezen hatások maradandósága a magántőke-befektetők kiszállása után.

A BEFEKTETÉSEK HOZAMA

A tudományos kutatások összességében *nem igazolják*, hogy magántőke-befektetők a portfólió cégek megkopasztásával óriási hozamokat zsebelnének be (*Gottschlag, 2007*). A magántőke-befektetők által elért hozamokról a legtöbb elemzés az amerikai piacra vonatkozóan készült, s arra igyekezett választ adni, hogy a magántőke ügyletek a nyilvános értékpapírokba történt befektetésekhez képest jobb vagy rosszabb hozamokat értek-e el. Egy 5500 kivásárlás adatait feldolgozó kutatás arra a következtetésre jutott, hogy történelmi távlatban nézve a magántőke-alapok 3 százalékponttal magasabb bruttó éves hozamokat értek el a nyilvános részvénytőke indexekhez képest. Ugyanakkor a magántőke-alapok kezelőinek díjazása miatt, a magántőke-alapok befektetői 3 százalékpontos hozammaradásban voltak a nyilvános részvénytőke befektetők által elért indexekhez képest. Azaz, a kezelési díjak 6 százalékpontos különbséget eredményeztek a bruttó és a nettó hozamok között (*Gottschlag, 2007*). A kezelőknek járó díjat és sikerdíjat egyaránt fedező 6 százalékpontos eltérés más alapkezelők díjaihoz viszonyítva magasnak tűnik, ám azt tükrözi, hogy a magántőke-alapok sokkal több erőfeszítést és sokkal nagyobb jártasságot követelnek meg kezelőiktől, mint más alapok. Gyakorlatilag ez azt jelenti, hogy az intézményi befektetőknek a magántőke-alapokba való befektetés *3 százalékponttal alacsonyabb teljesítményt eredményezett a nyilvános piacokon elérhető hozamoknál*. Ugyanakkor a legjobban és a legrosszabbul dolgozó magántőke-alapok között *óriási eltérés* mutatkozik, mivel a legjobbak több mint a tízszeresét érték el a tőzsdei hozamoknak, miközben a legrosszabbak a nekik odaígért tőke nagy részét elbukták.

A befektetők szempontjából a magántőke-alapok kiválasztásának rendkívül nagy a jelentősége, hiszen a befektetők a tőzsdei indexektől eltérően nem tudnak "magántőke-indexet" venni. Ugyanakkor a befektetők számára meglehetősen nehéz a legjobb kiválasztása, mivel az alapok pontos összehasonlítását az általuk közölt mutatók és benchmarkok nehezen teszik lehetővé.

Az alapkezelők jellemzőinek fontosságát húzza alá, hogy a felmérések tanúsága szerint a *legjobban teljesítő alapok tartósan jobb teljesítményt értek el*, azaz a már megállapodottabb, nagyobb tapasztalatokkal rendelkező alapok általában magasabb hozamokat produkáltak. Az alapoknál az egy befektetési szakemberre jutó kevesebb projekt és kisebb portfólió méret alaposabb átvizsgálást és jobb hozamokat eredményezett, miközben az egy főre jutó magasabb kezelt összeg a nagyobb méretű kivásárlási alapoknál eredményezte a legmagasabb hozamot a többi alaphoz képest (*Kaplan és Schoar, 2005*).

A hozamok alakulására kezelőik jártassága mellett az alapok létrehozásának *időpontja* is befolyással van. Például a nyolcvanas években gyűjtött magántőke-alapok magasabb hozamúak voltak, mint a kilencvenes években létrehozottak. A fellendülés idején gyűjtött alapok kezelői kisebb valószínűséggel tudtak újabb alapokat létrehozni, ami végső soron azt jelezte, hogy kevésbé jó teljesítményt értek el. Ám nemcsak az alapok létrehozásának időpontja és kezelőinek jártassága hat ki a magántőke-alapok hozamaira, de az alapok *befektetőinek összetétele*, illetve kiléte is. A kutatások szerint például szélesebb sávban alakulnak a hozamok az alapítványok és a nyugdíjpénztárak által finanszírozott alapok esetében, mint a bankoknál és egyéb befektetőknél. A magántőke-befektetésekben kevésbé jártas és a teljesítményre kevésbé érzékeny befektetők sokszor a rosszabbul teljesítő alapok számára is lehetővé teszik új alapok gyűjtését. Emellett a magántőke-befektetés hozamát felülíró egyéb szempontok, azaz például a stratégiailag fontos befektetőkkel létrehozott kapcsolt ügyletek is torzíthatják az adatokat (*Lerner és társai, 2007*).

A kivásárlási alapok belső megtérülési rátái konzisztensen magasabbak a kockázattőke-befektetésekéhez képest, ami az *életciklusuk* későbbi fázisában lévő cégek nagyobb hozamát jelzi. A kutatók azt is kimutatták, hogy a korai fázisú finanszírozás hozamai általában magasabbak voltak az Egyesült Államokban, mint Európában (*Wright és társai, 2009*). Például az 1991 és 2007 közötti időszakot alapul véve, a kockázattőke-befektetések átlagos hozama - ötéves gördülő belső megtérülési ráták alapján számolva - Európában 6,9% volt, míg az Egyesült Államokban 18,9% (*Clarysse és társai, 2009*).

Az alapok által elért hozamokat a befektetőknél az egyes ügyletekből történő *kilépési módja* is befolyásolja. A legjobb eredményeket azok a portfólió cégek produkálták, amelyekkel a befektetők első ízben jelentek meg a tőzsdén (IPO), míg második helyen a szakmai befektetőknél történő cégeladások szerepeltek. Emellett a nagyobb összegű

tőkebefektetés és a portfolióban tartás idején végrehajtott több felvásárlás is jobb hozamokat eredményezett a befektetőknél (*Nikoskelainen és Wright, 2007*).

A PORTFOLIÓCÉGEK TELJESÍTMÉNYE

A magántőke-befektetők portfoliójába került cégekre vonatkozó felmérések szerint a nyolcvanas években végrehajtott amerikai kivásárlások a jövedelmezőség és a cash-flow mutatók terén *jelentős átlagos javulást mutattak* a kivásárlást megelőző egy év, és a kivásárlást követő két vagy három év során (*Bull 1989; Kaplan 1989; Malone 1989; Singh 1990; Opler 1992; Muscarella és Vetsuypens 1990*). A nyolcvanas évekre az Egyesült Királyságban mért adatok is azt mutatták, hogy a kivásárlások túlnyomó többsége egyértelműen javulást ért el a portfóliócégek jövedelmezőségében (*Wright és társai, 1992*). A *vezetői kivásárláson* áteső angol cégeknél az 1980-as évek közepén jelentősen gyorsabban nőttek a vagyonarányos hozamok a kivásárlás utáni kettő-öt év során, mint más hasonló olyan cégeknél, ahol nem került sor vezetői kivásárlásra (*Wright és társai, 1996/b*). Az Egyesült Királyságban a kivásárláson át nem esett cégekhez viszonyítva a teljes céget érintő vezetői kivásárlások termelékenységre gyakorolt hatásánál a kutatók *jelentős javulást tapasztaltak* a hatékonyságban a kivásárlást követő négy évig (*Amess 2002, 2003*). Hollandiában a közepes méretű kivásárlások cash-flow, árbevétel- és hozam-elemzése azt jelezte, hogy az adott ágazatbeli más cégek átlagos pénzügyi mutatóihoz képest e cégek számottevően jobb eredményt mutattak (*Bruining, 1992*). A vezetői kivásárlások az azonos ágazatokban működő hasonló cégekkel összehasonlítva Franciaországban *jobb teljesítményt* értek el a kivásárlás előtt és után egyaránt (*Desbrieres és Schatt, 2002*).

A kutatók úgy vélték, hogy a vállalati szintű adatokhoz képest a telephely szintű adatok sokkal alkalmasabbak a kivásárlások közgazdasági, mint pénzügyi eredményeinek lemérésére. A telephelyek a cégek olyan fizikai egységei, amelyek szintjén a fizikai output és input, illetve az erőforrások termelésbeni felhasználása számszerűsíthető. Az amerikai telephely szintű adatok azt jelzik, hogy a vezetők által kivásárolt telephelyeknél a tulajdonosváltás előtt magasabb volt a *teljes ipari termelékenység* (TFP), mint ugyanazon iparág hasonló létesítményeinél. A kivásárlás után a kutatók jelentős javulást tapasztaltak a teljes ipari termelékenységben úgy, hogy a gazdasági teljesítmény javulása nem a K+F területén, a béreknél, a tőkeberuházásoknál avagy a dolgozók elbocsátásánál jelentkező megtakarítások révén következett be (*Lichtenberg és Siegel, 1990*). *Lichtenberg és Siegel (1990)* 131 olyan kivásárolt feldolgozóipari cégnél elemezte a termelékenység alakulását, ahol a tranzakcióra 1981 és 1986 között került sor. E felmérés a kivásárlást követően a vizsgált

üzemeknél a kontrollcsoporthoz viszonyítva *sokkal gyorsabb termelékenység-növekedést* talált, noha a kivásárolt üzemek a kivásárlást megelőzően is hatékonyabbak voltak.

Harris és társai (2005) az Egyesült Királyságban 1994 és 1998 között végrehajtott 979 kivásárlás adatait elemezve arra a következtetésre jutottak, hogy a tulajdon átruházása előtt a vezetők által kivásárolt létesítmények eleve kevésbé voltak produktívak, mint a többi hasonló feldolgozóipari üzem. Ennek ellenére a vezetők által kivásárolt üzemeknél a termelékenységben *jelentős növekedést* mértek a kivásárlás után. A gazdasági teljesítmény javulása elsősorban a közbelső termékek és anyagok gyártásának kiszervezése útján történő racionalizálásnak volt köszönhető.

A fenti elemzések nem vizsgálták a *termelékenység növekedésének forrásait*, azaz azt, hogy az mennyiben volt köszönhető a tovább működő telephelyeknél mért termelékenység javulásnak, s mennyiben a kevésbé és a jól teljesítő létesítmények közötti tőkeallokációnak, azaz a telephely bezárásoknak és felvásárlásoknak. Ezért is érdemel figyelmet *Davis és társainak (2009)* közelmúltban publikált kutatása, amely az amerikai magántőke-befektetési tranzakciók termelékenységi, kereseti és foglalkoztatási hatásait egész vállalatokra, valamint ezek telephelyeire vonatkozó adatok felhasználásával mutatta be, s mutatott rá a cégen belüli restrukturálás és reallokáció jelentőségére, a piacra való be- és kilépés, a felvásárlás és leépítés által előidézett változásokra. Az elemzés szerint a magántőke-befektetők portfóliócégeinél más cégekhez képest *intenzívebb volt a munkahelyek teremtése és megszüntetése, a telephelyek létrehozása és megszüntetése, a telephelyek felvásárlása és eladása*. Mindezen folyamatok nettó hatásaként a reallokáció intenzívebbé válása jelentős, 2% körüli termelékenység növekedési előnyt hozott a tranzakciókat követő első két év során. Ezen előny kétharmada a portfóliócégek tovább működő telephelyeinél bekövetkezett termelékenység-növekedésnek volt köszönhető, beleértve e létesítmények közötti jobb allokáció hatását. Egyharmada pedig az a hatás volt, amit a portfóliócégek kontrollcsoporthoz viszonyítva nagyobb valószínűséggel *bezárt* rosszul teljesítő részlegei eredményeztek (*Davis és társai, 2009*).

Strömberg (2009) a témát vizsgáló, sokféle kutatás tapasztalatait összegezve végülis arra az általános következtetésre jutott, hogy *a magántőke-befektetés javítja a vállalati teljesítményt*. Úgy vélte, hogy az adatok alapján a magántőke-befektetést követően túlnyomórészt pozitív a portfóliócégek üzemi teljesítménye. A hitel igénybevételével végrehajtott kivásárlások hatására javul a termelékenység és a tőkehatékonyság, sőt az európai ügyleteknél nagyobb a teljesítménynövekedés, mint az amerikai kivásárlásoknál. A magántőke-befektetéseken belül a klasszikus kockázati tőkét kapó cégek a kontrollcsoport cégeinél gyorsabban növekedtek és termékeiket gyorsabban vitték ki a piacra. A cégek pénzügyi teljesítményére gyakorolt pozitív hatás *nem a hosszútávú befektetés és növekedés kárára* történt, azaz a portfóliócégek innovációs befektetése, K+F ráfordításai és

termelékenysége egyaránt nőtt. Sőt, a magántőke-befektetések előnyös hatása még azután is folytatódott, amikor a befektetők már kiszálltak a cégekből. Az első tőzsdei megjelenések esetében különösen érvényesült a magántőke-hátterű cégek jobb teljesítménye a más tulajdonosi hátterű cégekhez képest.

A MAGÁNTŐKE-BEFEKTETÉSEK ÉLETTARTAMA

Miben különbözik a magántőke-modell más tulajdonlási formáktól - főként a nyilvános cégek tulajdonlásától -, s ez az eltérés milyen hatást fejt ki a portfólió cégekre? Az egyik alapvető kérdés a befektetések időtartama. A magántőke-alapok befektetési *időhorizontja* a tőzsdén jegyzett cégek intézményi befektetőinél *hosszabb*. Ez elvileg a cégek hosszútávú érdekeit inkább figyelembe vevő döntések meghozatalát teszi lehetővé. Ugyancsak lényegi különbség, hogy a magántőke-alapok kezelői nem pusztán tőkét fektetnek be a cégekbe, hanem - eltérően más intézményi befektetőktől - maguk is aktívan beleszólnak a portfólió cégek stratégiájának kialakításába és segítik a menedzsment munkáját. A portfóliócégek és így az alapok sikere jelentős mértékben múlik az alapkezelőknek a portfólió cégek menedzselésében való *aktív részvételén*. A magántőke-alapok tulajdonában lévő cégek vállalatkormányzási gyakorlata gyakran erőteljesebb más cégekénél. Vezetőik tulajdonosi érdekelttsége és teljesítmény-alapú kompenzációs rendszere erőteljes ösztönzést jelent a sikerre, amit felerősít az alapok ellenőrzést biztosító tulajdoni hányada. Ez a szorosabb kontroll mellett a teljesítmény alapján végrehajtott gyors vezetőváltásokban is érezteti hatását. A vezetés hatékonyságához a más vállalatokhoz képest kisebb létszámú és arányosan kevesebb belső taggal rendelkező vezető testületek is hozzájárulnak (*Strömberg, 2009*).

A magántőke-befektetések portfólió cégekre gyakorolt konkrét hatását befolyásolja, hogy a magántőke-tulajdonlás mennyi ideig tart a kivásárolt cégeknél. *Lerner és Gurung (2008)* a 2008-as Világgazdasági Fórum felkérésére készített átfogó felmérése szerint, mely az 1970 és 2007 között végrehajtott magántőke-befektetési ügyletek részleteit vizsgálta, a hitellel kivásárolt cégek viszonylag *hosszabb ideig* maradnak a magántőke-befektetők portfóliójában. A befektetők döntései tehát hosszú távon befolyásolják az érintett cégek életét. A vizsgálat adatai szerint a kivásárolt cégek 40%-a még a kivásárlási ügyletek bejelentésétől számított tíz év múlva is e szervezeti formában maradt. Ráadásul a portfólióban tartás ideje az elmúlt években tovább nőtt. A befektetést követő öt év elteltével már a portfólió cégek 58%-ából léptek ki a befektetők, míg a két éven belüli (azaz villám) kilépések az ügyletek 12%-ára voltak jellemzők. Ezen villám akciók aránya, amelyekkel kapcsolatban a legtöbb negatív kritika érte az ágazatot, az elmúlt néhány évben csökkent

(Lerner és Gurung, 2008). Egy másik felmérés (Gottschlag, 2007) ugyancsak azt erősítette meg, hogy meglehetősen időigényes a cégek olyan átalakítása, amely megfelelő hozamot képes biztosítani a befektetőknek. E kutatás szerint a befektetők portfólió cégeiket átlagosan öt évvel a kivásárlást követően adták el. A 24 hónapnál rövidebb időt a befektetők portfóliójában töltő cégek aránya 16% volt. A fenti adatok különösen a nyilvános cégek esetében tapasztalt, havi egyszeri eladási gyakoriság fényében értékelhetők. A felmérés készítői szerint még az 5% felettinél nagyobb részvényhányadot birtokló un. blokktulajdonosok is átlagosan rövidebb ideig birtokolták részvényeiket, mint a magántőke-befektetők (Gottschlag, 2007).

A PORTFÓLIÓ CÉGEKNÉL MÉRT FOGLALKOZTATÁS

A túlfűtött gazdaságpolitikai viták középpontjában elsősorban a magántőke-tranzakciók foglalkoztatásra gyakorolt hatása áll. Ugyanakkor a kivásárlások foglalkoztatásra gyakorolt hatására vonatkozó adatok igen vegyes képet mutatnak.

Összesen 43 különböző tudományos felmérés elemzése alapján Nathusius és Achleitner (2009) úgy vélte, hogy a kontroll cégekhez képest mért foglalkoztatási adatok nagy valószínűséggel az érinett piacok fejlettségi fokától függően mutatnak eltérő eredményeket. Így az USA és az Egyesült Királyság esetében a kivásárlások hatásaként csökkent a foglalkoztatottak száma, míg a francia, spanyol és belga piacon emelkedett. A szerzők ebből arra következtettek, hogy a kevésbé fejlett piacokon a magántőke-befektetők a cégek olyan külső forrásokból finanszírozott növekedését tudják előidézni, amely egyébként korlátokba ütközne. Megállapították továbbá, hogy a magántőke által finanszírozott vállalkozások hasonló társaikhoz képest több zöldmezős állást hoznak létre, s aktívabbak a felvásárlások és leépítések terén.

A magántőke-befektetések foglalkoztatási hatását vizsgáló kutatások felhívják a figyelmet arra, hogy a magántőke-befektetők nem véletlenszerűen választják ki a befektetési célpontokat, azaz kevésbé valószínű, hogy a kivásárlás előtt az érintett cégek jobban teljesítenek a társaiknál, mivel így a restrukturálás kevés hozamot eredményezne. Az adatok szerint az Egyesült Királyságban az MBO/MBI kivásárlás által érintett üzemek a kivásárlást megelőzően átlagosan alacsonyabb teljes ipari termelékenységi mutatókkal (TFP) rendelkeztek, mint a magántőke által nem érintett társaik. Így talán nem meglepő, hogy esetükben *inkább fordult elő a munkaerő elbocsátása*. Ugyanakkor a kivásárlás idején a munkaerő elbocsátása a cégeket egy sokkal életképesebb pályára helyezheti, így csökkentve a

valószínűségét a - még magasabb foglalkoztatási veszteséggel járó - csődbe jutásnak, s megteremtve a középtávú növekedés alapját.

Az USA-ban a nyolcvanas években előfordult kivásárlásokra vonatkozóan *Kaplan (1989)* *kismértékű növekedést* tapasztalt a cégek foglalkoztatásában. Ezzel szemben *Lichtenberg és Siegel (1990)* szerint a kivásárlások *nem növelték az ipari átlagoknak megfelelő ütemben a foglalkoztatottságot*. E kutatás azt is kimutatta, hogy egy hároméves periódus alatt a termelésben közvetlenül nem résztvevő dolgozók körében volt a legnagyobb visszaesés tapasztalható, miközben a termelésben dolgozók létszáma nem változott. Az Egyesült Királyságra vonatkozó nyolcvanas évekbeli adatok szerint a munkahelyek elvesztése leginkább a tulajdonoscseré idején fordult elő (*Wright és Coyne, 1985*), s mivel a brit kivásárlások a nyolcvanas években a mostaninál sokkal inkább a bajba került cégek restrukturálására fókuszáltak, ez hosszú távon a *munkahelyek számában megtakarításhoz* vezetett. A kivásárlásokra vonatkozó, 1999 és 2004 között megfigyelt brit adatok már azt mutatják, hogy a tulajdonos-váltás után a foglalkoztatás 0,51 százalékponttal emelkedett a vezetői kivásárlások (MBO) esetében és 0,81 százalékponttal csökkent a külső menedzserek bevonásával végrehajtott vezetői bevásárlások (MBI) esetében, beleértve az intézményi befektetők által kezdeményezett kivásárlásokat (IBO) (*Amess és Wright, 2007*). *Cressy és társai (2007)* úgy találták, hogy az Egyesült Királyságban vizsgált magántőke ügyletek körében az *első négy évben csökken a foglalkoztatás a kontrollcsoporthoz képest*, majd az ötödikben emelkedik. Ez feltehetőleg azt jelzi, hogy egy kezdeti racionalizálás a sokkal életképesebb munkahelyek létrehozásnak alapját teremti meg.

Lerner és Gurung (2008) az 1980 és 2005 közötti amerikai magántőke-befektetést vizsgálva azt állapította meg, hogy a foglalkoztatás a magántőke által kiválasztott portfóliócégek telephelyeinél a kontrollcsoporthoz képest *lassabban nőtt a befektetés évében és az azt megelőző két évben*. A kivásárlás előtti két évben a kumulált eltérés 4% volt a kontrollcsoport javára. A magántőke tranzakciók nyomán a foglalkoztatás a portfólió cégek telephelyeinél jobban visszaesett. Két év alatt a kumulált eltérés 7% volt a kontrollcsoport javára. A foglalkoztatás a kontrollcsoportban a befektetést követő három éveig gyorsabban nőtt. A negyedik és az ötödik évben azonban a foglalkoztatás növekedése a portfólió cégek telephelyeinél már megegyezett a kontrollcsoportéval. A befektetést követően a magántőke által kivásárolt cégek telephelyeinél a kontrollcsoportéval *nagyjából azonos volt a létrehozott állások száma*. Az összes létrehozott állás - azaz új foglalkoztatást biztosító állás - a két körben hasonló volt, s a nettó eltérés a portfóliócégek telephelyeinél mért több álláshely-megszüntetés következménye volt (*Lerner és Gurung, 2008*).

A kutatók felhívták a figyelmet arra, hogy a kivásárlásoknál a foglalkoztatás hatásának becslését számos *módszertani probléma* nehezíti. Ilyenek a felvásárlások és leválasztások hatásának kezelésével, a teljes és a részmunkaidős foglalkoztatásnál bekövetkező sok változás

követésével kapcsolatos nehézségek. A nyilvános adatok általában nem tartalmaznak részleteket a kivásárlást követően felvásárolt, vagy eladott tevékenységek foglalkoztatási oldaláról. Az üzemi szintű adatokból számított általános foglalkoztatási hatást mérsékelheti, ha a kivásárló cégek olyan vállalatokat vásárolnak, amelyeket később az általuk alapított új telephelyekbe olvasztanak.

A *Davis és társai (2008)* által készített tanulmány épp a fenti kérdések kezelését igyekezett megoldani. Megállapította, hogy a teljes munkaidős foglalkoztatásról a nagyobb arányú részmunkaidős foglalkoztatásra való áttérés is emelheti az összes foglalkoztatott létszámát, miközben nem jár hasonló hatással a teljes munkaidőre átszámított foglalkoztatásra. A gyakorlatban azonban nem állnak rendelkezésre az ezek hatását megkülönböztető adatok. *Davis és társai (2008)* a magántőke és nem magántőke háttérű amerikai cégek és ezek telephelyeire vonatkozó adatokat összevetve azt találták, hogy az előbbieknél a foglalkoztatás a kivásárlás előtt a kontrollcsoporthoz képest sokkal lassabban nőtt, a kivásárlást követően pedig sokkal gyorsabban esett vissza. Ugyanakkor a kivásárlást követő negyedik és ötödik évi foglalkoztatási adatokból az derült ki, hogy a kivásárlások ekkor már több új állást teremtettek.

A Világgazdasági Fórum felkérésére 2009-ben készült egyik tanulmány, amely cégeken belül, feldolgozóipari vállalatok telephelyei körében vizsgálta az állások számának változását, a magántőke által finanszírozott vállalkozásoknál a "teremtő rombolás" intenzívebbé válását konstataálta. Az állások létrehozására és megszüntetésére, a telephelyek létrehozására és leépítésére, felvásárlásukra és eladásukra irányuló tevékenység a magántőke által finanszírozott cégek körében sokkal intenzívebben jelentkezett, mint a kontrollcsoport cégeinél (*Gurung és Lerner, 2009*). Részben ez, az intenzívebbé váló kreatív rombolás, azaz az új területeken állások létrehozása, a rosszul működő részeken pedig munkahelyek megszüntetése megmagyarázza a szakszervezetek és politikusok vagyonkivonással és "féktelen" költségcsökkentéssel kapcsolatos aggodalmát. Ugyanakkor ezek az intézkedések azzal, hogy a cégek sokkal hatékonyabb tevékenységekre csoportosítják át erőforrásaikat, segítik a pénzügyi feszültségek időszakában a termelékenység javítását. A kutatók megállapítása szerint a változások indukálta előnyök és a változásokkal szükségszerűen együttjáró "súrlódási költségek" jelentős terheket rónak a cégekre és befektetőkre egyaránt. A végső mérleg lényegében attól függ, hogy a változások hatása mennyire lesz tartós. A kutatók mindenesetre a *tartós termelékenységi és vezetési színvonalból fakadó előny bizonyítékaként* értelmezték, hogy a tőzsdén szereplő magántőke-háttérű cégek teljesítménye öt éven át meghaladta a többi hasonló cég mutatóit (*Gurung és Lerner, 2009*).

A PORTFOLIÓCÉGEKNÉL MÉRT BÉREK

Egyes amerikai tanulmányok szerint a nyolcvanas években a magántőke által finanszírozott cégekben *csökkent* a közvetlenül nem a termelésben foglalkoztatottak fizetése a magántőke által nem érintett cégekhez képest (*Lichtenberg és Siegel, 1990*). *Amess és Wright (2007)* azt találta, hogy az MBO-k és az MBI-k egyaránt *alacsonyabb bérnövekedést* mutattak 1999 és 2004 között: a bérnövekedés a kontrollcsoporthoz képest az MBO-k esetében 0,31 százalékponttal, az MBI-knél 0,97 százalékponttal volt alacsonyabb. Ezt a ténytet azonban nagyon óvatosan kell kezelni, mert a kivásárlást megelőző fizetési szintek sem lettek volna fenntarthatók, ha a cégek rossz teljesítményt produkáltak volna. Mivel nem állnak rendelkezésre adatok arról, hogy a kivásárlásoknál más tulajdonoscserékhez képest magasabb, vagy alacsonyabb bértrend érvényesült, e téren *nem vonható le megalapozott következtetés*. Ugyancsak problematikus a heti/havi bérek és a dolgozók rész tulajdonosi részvételét eredményező rendszerek bevezetéséből eredő hatások figyelembevétele.

Az amerikai magántőke-befektetők portfóliócégeinek leépítés által nem érintett telephelyeinél a nagyobb vállalatok egy dolgozóra vetítve a kontrollcsoport cégeihez képest 1,1%-kal *magasabb bért* fizettek a kivásárlások idején. Két évvel későbbi időpontban a kutatók a bérek között már nem találtak eltérést. A bérekben átmenetileg mutatkozó többlet egyidejűleg tükrözte a telephelyeknél végbement változásokat és a telephelyek közötti allokáció hatását. A kutatások eredményei szerint a magántőke-befektetők portfóliócégei és a kontrollcsoport cégei *magasabb bérek formájában* egyaránt osztoztak a dolgozókkal a magasabb termelékenység hasznán, bár a termelékenység növekedése és a bérnövekedés közötti kapcsolat valamivel erősebb volt a magántőke-befektetők portfóliócégei esetében (*Davis és társai, 2009*). A Centre for Management Buyout Research 2002 és 2006 közötti 190 európai magántőke-befektetési ügyletet adatainak felmérésekor azt állapította meg, hogy a foglalkoztatottak érdekeit ugyanolyan, vagy nagyobb súllyal vették figyelembe a magántőke-hátterű cégeknél, mint a korábbi tulajdonosok idején. Sőt, a magántőke-befektetés nagyobb valószínűséggel jelentette a vállalati nyugdíjrendszerben való részvételt, a magasabb keresetet, a korábbinál több konzultációs lehetőséget, valamint a szakszervezetek képviselését. A kutatás szerint a pénzügyi ösztönzők és a dolgozóknak a cég életébe történő korábbinál nagyobb bevonása révén nőtt a dolgozók cég iránti elkötelezettsége (*EVCA-CMBOR, 2008*).

Számos tudományos felmérés elemzése alapján *Nathusius és Achleitner (2009)* összességében úgy vélte, hogy a magántőke-finanszírozás a *bérekre semlegesén hatott*. A magántőke által finanszírozott vállalkozások esetében a kontrollcsoporthoz képest *jellemzőbb volt a teljesítmény-alapú fizetés* és magasabb volt a munkavállalói

résztulajdonlás elterjedtsége. Mindezek alapján összességében a fenti szerzők szerint túlzott leegyszerűsítés lenne a magántőkéseket akár "angyaloknak", akár "ördögöknek" beállítani, mivel mindkét állítás mellett és ellen is hozhatók fel érvek. Ráadásul a *magántőkebefektetések különböző fajtái* - így például a vezetői ki- és bevásárlások, a családi cégek kivásárlása, a nagyméretű konglomerátumok egyes divízióinak átvétele, illetve a tőzsdei cégek kivásárlása - mind a foglalkoztatás, mind pedig a bérek terén *eltérő hatást gyakorol* a kivásárolt cégekre, ám e különbségek tudományos igényű bemutatása még nem történt meg (*Nathusius és Achleitner, 2009*).

KONKLÚZIÓ

A legtöbb magántőke-befektetés esetében a felvásárolt cégek a kivásárlást megelőzően potenciáljuk alatt teljesítettek. Ahhoz, hogy egy 3-7 éves időhorizonton belül a magántőke-befektetők növelhessék cégük értékét, a cégek egyes részeinek először *át kell esniük a szükséges restrukturáláson*. Csak ezután nyílik meg a cégek növekedési potenciálja. Az átstrukturálás sok érdekelt számára fájdalmas, szinte sohasem kívánatos, ám néha elkerülhetetlen. A kivásárlás bizonyos mértékig a sebész munkájához hasonlít, mivel a betegnek a vágás fájdalmat okoz, de a kórházat jobb állapotban hagyja el, mint műtét nélkül. *Gottschlag (2007)* 5500 kivásárlás elemzése alapján egyaránt részletesen megvizsgálta a magántőke-befektetők által előidézett restrukturálási célú és növekedési célú változásokat. Úgy találta, hogy sok kivásárlás teremt értéket új növekedési stratégia, a befektetést követő felvásárlás, új kutatás-fejlesztési és marketing kezdeményezés, nemzetközi terjeszkedés és még sok más módon. Adatai azt igazolták, hogy bár valóban előfordult szimpla restrukturálási kivásárlás, ám az ilyen ügyletek aránya viszonylag ritka, csupán az összes ügylet kevesebb, mint 9 százalékánál fordult elő. Az esetek 45 százalékában a kivásárlás növekedési orientációjú volt, ám a legtöbb ügyletnél (46%) mindkét elem jelen volt, azaz a restrukturálás és növekedés kombinálódott.

A magántőke befektetők foglalkoztatásra gyakorolt hatásáról folyó vita kapcsán a tudományos kutatási eredmények összességében *eltérő konklúzióra jutottak*, holott abban egyetértés van, hogy a portfóliócégek hatékonyabb működésük révén gazdasági értéket teremtenek (*Strömberg, 2009*). Az amerikai és brit, hitelből történő kivásárlásokra vonatkozó tudományos kutatások egyetértenek abban, hogy a foglalkoztatás és a bérek egyaránt nőnek a portfóliócégeknél, ám más hasonló cégekhez mérve csak kissé lassabb ütemben. E felmérések megmutatták, hogy a magántőke-finanszírozásban részesülő cégek a kivásárlás előtt számottevően alacsonyabb termelékenységű és alkalmazotti növekedést értek

el, mint ugyanazon ágazatok más cégei. Ez lényegében azt jelenti, hogy a kivásárlók rendszerint a rossz teljesítményű cégekbe fektették be tőkéjüket, azokba tehát, amelyek "javításra szorultak", vagyis ahol a tranzakció előtti foglalkoztatási szintek nem lettek volna fenntarthatók. Vagyis a tudományos eredmények nem támasztják alá az állások megszüntetésére vonatkozó aggodalmakat. Ugyanakkor az ezzel a szögesen ellentétes álláspontot sem igazolják, nevezetesen, hogy a kivásárlások különösen erős foglalkoztatás-bővüléssel járnának. A gyakorlati tapasztalat inkább azt a nézetet erősíti meg, hogy a magántőke portfóliócégei hatékonyabb működésük révén gazdasági értéket teremtenek (*Strömberg, 2009*).

A foglalkoztatás pénzügyi mutatói terén a tudományos igényű kutatások kivétel nélkül mindenhol viszonylag magasabb munkatermelékenységet mutattak ki a magántőke által finanszírozott cégeknél. A bérek esetében a kutatók a kontroll cégekhez hasonló tendenciát állapítottak meg, azaz a magántőke-finanszírozás a *bérekre semleges hatású* volt. A felmérések azt is megállapították, hogy a magántőke által finanszírozott vállalkozások esetében a kontrollcsoporthoz képest jellemzőbb volt a teljesítmény-alapú kompenzáció, valamint magasabb volt a dolgozói munkavállalói résztulajdonlás aránya (*Nathusius és Achleitner, 2009*).

A kivásárlások többségénél a felvásárolt cégek jobb állapotban voltak a kivásárlás után, mint előtt. Vagyis jövedelmezőbben működtek, s növekedési mutatóik is jobbak voltak. Sőt, a kivásárlások folyamán a cégek az érintett ágazat hasonló cégeihez viszonyítva is jobb teljesítményt értek el. Végül a magántőke-befektetők kiszállása után a cégek továbbra is jobban teljesítettek, mint a kontrollcsoport cégei. Ezért a kutatók arra a következtetésre jutottak, hogy a kivásárlások olyan eszközt képviselnek a felvásárolt cégek számára, amivel - a versenyképesebb cégek létrehozása érdekében - előmozdítják és *lehetővé teszik a szükséges átstrukturálási és növekedési lépéseket*. Ha nem ez lenne a helyzet, a magántőke-befektetők sosem tudnák olyan értékelés mellett eladni cégeiket, ami lehetővé teszi számukra a megcélzott hozamok elérését. Természetesen a fenti összefüggés alól vannak kivételek. Előfordul, hogy a cégek csódba jutnak, rossz döntések születnek, visszaélés történik a kivásárlási struktúrával, s az is megtörténik, hogy a magántőke-befektető lerombolja, nem pedig építi a céget. Azonban ezek a kivételek (*Gottschlag, 2007*).

A fenti kutatások *nem igazolják, hogy magántőke-befektetők a portfólió cégek "megkopasztásával" zsebelnének be óriási hozamokat*, továbbá hogy negatív hatást gyakorolnának az érintett szektorok növekedésére vagy versenyképességére, illetve hogy instabillá tennék magát a pénzügyi és gazdasági rendszert (*Gottschlag, 2007*). Ellenkezőleg, az adatok azt támasztják alá, hogy a magántőke-befektetést követően túlnyomórészt pozitív a portfóliócégek üzemi teljesítménye. A kivásárlások hatására javul a termelékenység és a tőkehatékonyság, s ez nem a hosszútávú befektetés és növekedés kárára történik. A

magántőke-befektetések előnyös hatása általában még azután is folytatódik, amikor a befektetők már kiszálltak a cégekből. Az első tőzsdei megjelenések (IPO) esetében pedig különösen érvényesül a magántőke-hátterű cégek jobb teljesítménye a más tulajdonosi hátterű cégekhez képest. A magántőke által finanszírozott vállalkozások hasonló adottságú társaikhoz képest több új állást hoznak létre, igaz, több korábbiról is le kell mondaniuk.

A magántőke-befektetések hatását az érintett piacok fejlettsége is befolyásolja. A kevésbé fejlett piacokon a magántőke-befektetők a cégek olyan külső forrásból finanszírozott növekedését tudják előidézni, amely egyébként korlátokba ütközne. Makroökonómiai szinten a hitel igénybevételével megvalósított magántőke-befektetések a *tőke jobb allokációjához vezetnek, s ezzel emelik a gazdaságok hatékonyságát*. A gazdaságok átstrukturálását felgyorsító eszközként elősegítik, hogy a részvénytőke kiszabaduljon az alacsony hozzáadott értéket termelő ágazatokból, s befektethető legyen olyan, magasabb hozzáadott értékű, feljövő ágazatokba, amelyek egyébként nem lennének finanszírozhatók (Strömberg, 2009).

A befektetéseknél a saját tőkerész hitellel való kiegészítését, azaz a *hitel részarányát* a kivásárlási struktúrában rendszerint nagy figyelem kíséri. Ugyanakkor kevesebb figyelmet kap az az ennél is fontosabb szempont, hogy a kivásárlás *mennyire növeli meg* a felvásárolt cég *jövedelemtermelő képességét*, tehát a kivásárolt cég lehetőségét a hitel visszafizetésére. Holott a hitel részarányhoz képest a kamatfizetés cash-flow-val történő lefedése a hitelek visszafizetési képességnek sokkal kifejezőbb jelzőszáma. A magántőke ügyletek ugyanis képesek fenntartani magas tőkehitelezési arányt is, ha megvan ehhez a kellően magas és stabil kamat-fedezetük.

A hitel magas aránya azonban a magántőke-konstrukcióban *potenciális kockázatnak* teszi ki a portfólió cégek életképességét. A nagyobb amerikai és angol kivásárlások kutatási eredményei erősen alátámasztják az *összefüggést a magasabb hitelarány és a bukás*, vagy restrukturálásra szorulás megnövekedett valószínűsége között (Bruner és Eades, 1992; Kaplan és Stein, 1993; Wright és társai 1996/a). A hitelek magas aránya azonban nemcsak a magántőke által finanszírozott cégeket érinti drámai módon. A kivásárlások bukási arányára vonatkozó legfrissebb elemzésből az derül ki, hogy a magántőke által finanszírozott cégek *tönkremenési aránya nem magasabb*, mint a más módon finanszírozottaké (Economist, 2009).

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Amess K., M. Wright, 2007. The wage and employment effects of leveraged buyouts in the UK. *International Journal of Economics and Business* 14: 179-95.
- Amess, K. 2002. Management buyouts and firm-level productivity: Evidence from a panel of UK manufacturing firms. *Scottish Journal of Political Economy* 49: 304-17.
- Amess, K. 2003. The effects of manufacturing buyouts and on firm-level technical efficiency: Evidence from panel of UK machinery and equipment manufacturers. *Journal of Industrial Economics* 51: 35-44.
- Axelsson, U., T. Jenkinson, P. Strömberg, M. Weisbach. 2007. Leverage and pricing in buyouts: An empirical analysis. Swedish Institute for Financial Research conference on the economics of the private equity market. <http://ssrn.com/abstract=1027127>.
- Bruining, H. 1992. *Performance improvement post-management buyout*. PhD diss., Earasmus University Rotterdam, Haveka.
- Bruner, R., K. Eades 1992. The crash of REVCO LBO: The hypothesis of inadequate capital. *Financial Management* 21: 35-49.
- Bull, I. 1989. Management performance in leveraged buyouts: An empirical analysis. *Journal of Business Venturing* 3: 263-78.
- Clarysse, B., M. Knockaert, M. Wright. 2009. *Benchmarking UK Venture Capital to the US and Israel: What lessons can be learned?* May 2009, London: BVCA.
- CMBOR, 2008. Trends in management buyouts. Management buy-outs: *Quarterly Review from the Centre for Management Buyout Research* Spring: 1-30.
- Cressy, R., F. Munari, A. Malipiero. 2007. Creative destruction: Evidence that buyouts cut jobs to raise returns. Working Paper, University of Birmingham.
- Davis, S., J. Lerner, J. Haltiwanger, J. Miranda - R. Jarmin. 2008. *Private equity and employment*. In The global impact of private equity report 2008. Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 1, ed. J. Lerner, A. Gurung, 43-64. New York: World Economic Forum.
- Davis, S. J., J. Haltiwanger, R. Jarmin, J. Lerner, J. Miranda. 2009. *Private Equity, Jobs and Productivity*. The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009.
- Desbrieres, P., A. Schatt. 2002. The impacts of LBOs on the performance of acquired firms: The French case. *Journal of Business Finance and Accounting* 29: 695-729.
- Economist. 2009. Testing the model. *Economist*, July 7, 2009, p. 64.
- EVCA. 2005. *Employment contribution to Private Equity and Venture Capital in Europe*. EVCA, November, 2005.
- EVCA. 2009. *EVCA Yearbook 2009*, European Venture Capital and Private Equity Association, 2009, Brussels.
- EVCA - CMBOR. 2008. *The Impact of Private Equity-backed Buyouts on Employee Relations*. Executive Summary, December 2008, EVCA.
- Fencik, G.. 2008. *Is a Bubble Brewing in Private Equity Markets?* CFA Institute, March 2008.
- Financial Services Authority. 2006. *Private equity: A discussion of risk and regulatory engagement*. Discussion Paper DP06/6. London: Financial Services Authority.
- Global Insight. 2007. *Venture Impact. The Economic Importance of Venture Capital Backed Companies to the U.S. Economy*. Third Edition, NVCA.

- Gottschlag, O. 2007. Executive summary. European Parliament: *Private Equity and Leveraged Buy-outs*, Study, Policy Department Economic and Scientific Policy, IP/A/ECON/IC/2007-25.
- Gurung, A., Lerner, Josh. 2009. Executive Summary. The Global Economic Impact of Private Equity, January 2009, Globalization of Alternative Investments, World Economic Forum, Working Paper Volume 2, Geneva, Switzerland, World Economic Forum USA Inc., New York, USA.
- Hall, D. 2007. Methodological issues in estimating the impact of private equity buyouts on employment. May 2007, PSIRU, University of Greenwich.
- Harris, R., D. S. Siegel, M. Wright. 2005. Assessing the impact of management buyouts on economic efficiency: Plant-level evidence from the United Kingdom. *Review of Economics and Statistics* 87: 148-53.
- IFSL. 2009. *Private Equity 2009*. IFSL Research, August 2009, International Financial Services, London.
- ITUC. 2007. Where the house always wins: Private equity, hedge funds and the new casino capitalism. Brussels: International Trade Union Confederation.
- Jensen, M. C. 2007. The Economic Case For Private Equity (and Some Concerns) - pdf of Keynote Slides, Negotiations, Organizations and Markets Research Papers, Harvard NOM research paper No. 07-02, Nov. 27, 2007.
- Kaplan, S. N. 1989. The effects of management buyouts on operations and value. *Journal of Financial Economics* 24: 217-54.
- Kaplan, S. N., J. Stein. 1993. The evolution of buyout pricing in the 1980s. *Quarterly Journal of Economics* 108: 313-57.
- Kaplan, S. N., A. Schoar. 2005. Private equity returns: Persistence and capital flows. *Journal of Finance* 60: 1791-823.
- Kehoe, C., R. N. Palter. 2009. *The future of private equity*. McKinsey on Finance, Number 31, Spring 2009, McKinsey Company, p. 14.
- Lerner, J., A. Gurung. 2008. *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008*. World Economic Forum: Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 1, Geneva, Switzerland, January 2008.
- Lerner, J., A. Schoar, W. Wongsunwai. 2007. Smart institutions, foolish choices: The limited partner performance puzzle. *Journal of Finance* 62: 731-64.
- Lichtenberg, F. R., D. S. Siegel. 1990. The effect of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior. *Journal of Financial Economics* 27: 165-94.
- Malone, S. 1989. Characteristics of smaller company leveraged buyouts. *Journal of Business Venturing* 4: 345-59.
- Muscarella, C., M. Vetsuypens. 1990. Efficiency and organizational structure: a study of reverse LBOs. *Journal of Finance* 65: 1389-413.
- Nathusius, E., A-K. Achleitner. 2009. Angels or Demons? Evidence on the Impact of Private Equity Firms on Employment. CEFS Working paper Series 2009-10. <http://ssrn.com/abstract=1420638>.
- Nikoskelainen, E., M. Wright. 2007. The impact of corporate governance mechanisms on value increase in leveraged buyouts. *Journal of Corporate Finance* 13: 511-37.
- NVCA. 2007. Venture Capital Five Year Performance Numbers Trend Positive in Q4 2006. NVCA, Thomson Financial, New York, April 30, 2007.
- Opler, T. C. 1992. Operating performance in leveraged buyouts. *Financial Management* 21: 27-34.

- PSE Group in European Parliament. 2007. *Hedge funds and private equity: A critical analysis*. Report of the PSE Group in European Parliament, Brussels, Parti Socialiste Européen.
- Singh, H. 1990. Management buyouts: Distinguishing characteristics and operating changes prior to public offering. *Strategic Management Journal* 11: 111-29.
- Strömberg, P. 2008. *The new demography of private equity*. In *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008, Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 1*, ed. J. Lerner, A. Gurung, 3-26. New York: World Economic Forum.
- Strömberg, P. 2009. *The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of research findings*, July 2009.
- Treasury Select Committee. 2007. *Private equity*. Vol. 1. Report together with formal minutes. Tenth report of session 2006-7, HC567-1.
- PEI. 2007. *Private Equity Spotlight*, 3, no.5, May 1-15, 2007. *Private Equity Intelligence*.
- Walker, D. 2007. *Guidelines for disclosure and transparency in private equity*. London: BVCA.
- Wright, M., J. Coyne. 1985. *Management buyouts*. Beckenham: Croom Helm.
- Wright, M., J. Gilligan, K. Amess. 2009. The economic impact of private equity: what we know and what we would like to know. *Venture Capital* 11: 1-22.
- Wright, M., N. Wilkinson, K. Robbie, C. Ennew. 1996/a. An analysis of failure in UK buy-outs and buy-ins. *Managerial and Decision Economics* 17: 57-70.
- Wright, M., N. Wilson, K. Robbie. 1996/b. The longer term effects of management-led buyouts. *Journal of Entrepreneurial and Small Business Finance* 5: 213-34.
- Wright, M., S. Thompson, K. Robbie. 1992. Venture capital and management-led leveraged buyouts: A European perspective. *Journal of Business Venturing* 7: 47-71.

Discussion Papers published since 2008

2008

- CSERES-GERGELY Zsombor - MOLNÁR György: Háztartási fogyasztói magatartás és jólét Magyarországon. Kísérlet egy modell adaptációjára. MT-DP.2008/1
- JUHÁSZ Anikó – KÜRTI Andrea – SERES Antal – STAUDER Márta: A kereskedelem koncentrációjának hatása a kisárutermelésre és a zöldség-gyümölcs kisárutermelők alkalmazkodása. Helyzetelemzés. MT-DP. 2008/2
- Ákos VALENTINYI – Berthold HERRENDORF: Measuring Factor Income Shares at the Sectoral Level. MT-DP.2008/3
- Pál VALENTINY: Energy services at local and national level in the transition period in Hungary. MT-DP.2008/4
- András SIMONOVITS: Underreported Earnings and Old-Age Pension: An Elementary Model. MT-DP.2008/5
- Max GILLMAN – Michal KEJAK: Tax Evasion and Growth: a Banking Approach. MT-DP.2008/6
- LACKÓ Mária – SEMJÉN András: Rejtett gazdaság, rejtett foglalkoztatás és a csökkentésükre irányuló kormányzati politikák - irodalmi áttekintés. MT-DP. 2008/7
- LACKÓ Mária: Az adóráták és a korrupció hatása az adóbevételekre - nemzetközi összehasonlítás (OECD országok, 2000-2004). MT-DP. 2008/8
- SEMJÉN András – TÓTH István János – FAZEKAS Mihály: Az EVA tapasztalatai vállalkozói interjúk alapján. MT-DP. 2008/9
- SEMJÉN András – TÓTH István János – FAZEKAS Mihály: Alkalmi munkavállalói könyves foglalkoztatás munkaadói és munkavállalói interjúk tükrében. MT-DP. 2008/10
- SEMJÉN András – TÓTH István János – MAKÓ Ágnes: Az alkalmi munkavállalói könyvvel történő foglalkoztatás jellemzői. Egy 2008. áprilisi kérdőíves munkavállalói adatfelvétel eredményei. MT-DP. 2008/11
- FAZEKAS Mihály: A rejtett gazdaságból való kilépés dilemmái Esettanulmány - budapesti futárszolgálatok, 2006-2008. MT-DP. 2008/12
- SEMJÉN András – TÓTH István János – MEDGYESI Márton – CZIBIK Ágnes: Adócsalás és korrupció: lakossági érintettség és elfogadottság. MT-DP. 2008/13
- BÍRÓ Anikó - VINCZE János: A gazdaság fehéritése: büntetés és ösztönzés. Költségek és hasznok egy modellszámítás tükrében. MT-DP. 2008/14
- Imre FERTŐ - Károly Attila SOÓS: Marginal Intra-Industry Trade and Adjustment Costs - A Hungarian-Polish Comparison. MT-DP. 2008/15
- Imre FERTŐ - Károly Attila SOÓS: Duration of trade of former communist countries at the EU. MT-DP. 2008/16
- FERTŐ Imre: A magyar agrárexport kereskedelmi előnyei és versenyképessége az EU piacán. MT-DP. 2008/17
- Zsolt BEDŐ - Éva OZSVALD: Codes of Good Governance in Hungary. MT-DP. 2008/18
- DARVAS Zsolt - SZAPÁRY György: Az euróövezet bővítése és euróbevezetési stratégiák. MT-DP. 2008/19
- László Á. KÓCZY: Strategic Power Indices: Quarrelling in Coalitions. MT-DP. 2008/20
- Sarolta LACZÓ: Riskiness, Risk Aversion, and Risk Sharing: Cooperation in a Dynamic Insurance Game. MT-DP. 2008/21
- Zsolt DARVAS: Leveraged Carry Trade Portfolios. MT-DP. 2008/22
- KARSAI Judit: "Az aranykor vége" - A kockázati- és magántőke-ágazat fejlődése Közép- és Kelet-Európában. MT-DP. 2008/23

- Zsolt DARVAS - György SZAPÁRY: Euro Area Enlargement and Euro Adoption Strategies. MT-DP. 2008/24
- Helmuts ĀZACIS - Max GILLMAN: Flat Tax Reform: The Baltics 2000 – 2007. MT-DP. 2008/25
- Ádám SZENTPÉTERI - Álmos TELEGDY: Political Selection of Firms into Privatization Programs. Evidence from Romanian Comprehensive Data. MT-DP. 2008/26
- DARVAS Zsolt - SZAPÁRY György: Az új EU-tagországok megfelelése az optimális valutaövezet kritériumainak. MT-DP. 2008/27
- CSATÓ Katalin: Megjegyzések Navratil Ákos elméletörténetéhez. MT-DP. 2008/28
- 2009
- Judit KARSAI: The End of the Golden Age - The Developments of the Venture Capital and Private Equity Industry in Central and Eastern Europe. MT-DP. 2009/1
- András SIMONOVITS: When and How to Subsidize Tax-Favored Retirement Accounts? MT-DP.2009/2
- Mária CSANÁDI: The "Chinese Style Reforms" and the Hungarian "Goulash Communism". MT-DP. 2009/3
- Mária CSANÁDI: The Metamorphosis of the Communist Party: from Entity to System and from System towards an Entity. MT-DP. 2009/4
- Mária CSANÁDI – Hairong LAI – Ferenc GYURIS: Global Crisis and its Implications on the Political Transformation in China. MT-DP. 2009/5
- DARVAS Zsolt - SZAPÁRY György: Árszínvonal-konvergencia az új EU tagországokban: egy panel-regressziós modell eredményei. MT-DP. 2009/6
- KÜRTI Andrea - KOZAK Anita - SERES Antal - SZABÓ Márton: Mezőgazdasági kisárutermelők nagy kereskedelmi láncoknak történő beszállítása a nagyvevői igények alapján a zöldség-gyümölcs ágazatban. MT-DP.2009/7
- András SIMONOVITS: Hungarian Pension System and its Reform. MT-DP.2009/8
- Balázs MURAKÖZY - Gábor BÉKÉS: Temporary Trade. MT-DP. 2009/9
- Alan AHEARNE - Herbert BRÜCKER - Zsolt DARVAS - Jakob von WEIZSÄCKER: Cyclical Dimensions of Labour Mobility after EU Enlargement. MT-DP. 2009/10
- Max GILLMAN - Michal KEJAK: Inflation, Investment and Growth: a Money and Banking Approach. MT-DP. 2009/11
- Max GILLMAN - Mark N. HARRIS: The Effect of Inflation on Growth: Evidence from a Panel of Transition Countries. MT-DP. 2009/12
- Zsolt DARVAS: Monetary Transmission in Three Central European Economies: Evidence from Time-Varying Coefficient Vector Autoregressions. MT-DP. 2009/13
- Carlo ALTOMONTE - Gábor BÉKÉS: Trade Complexity and Productivity. MT-DP. 2009/14
- András SIMONOVITS: A Simple Model of Tax-Favored Retirement Accounts. MT-DP. 2009/15
- Ádám SZENTPÉTERI - Álmos TELEGDY: Political Selection of Firms into Privatization Programs. Evidence from Romanian Comprehensive Data. MT-DP. 2009/16
- András SIMONOVITS: Pension Reforms in an Aging Society: A Fully Displayed Cohort Model. MT-DP. 2009/17
- VALENTINY Pál-KISS Károly Miklós: A nélkülözhetetlen eszközök értelmezése és a postai szolgáltatások. MT-DP. 2009/18
- Gábor BÉKÉS - Péter HARASZTOSI - Balázs MURAKÖZY: Firms and Products in International Trade: Data and Patterns for Hungary. MT-DP. 2009/19