

# Támogatandó menedzsment területek

- Stratégiai menedzsment

alapvető feladata a vállalkozás hosszú távú céljainak meghatározása és a hosszú távú célok megvalósítását célzó tervek kialakítása és azok megvalósulásának támogatása

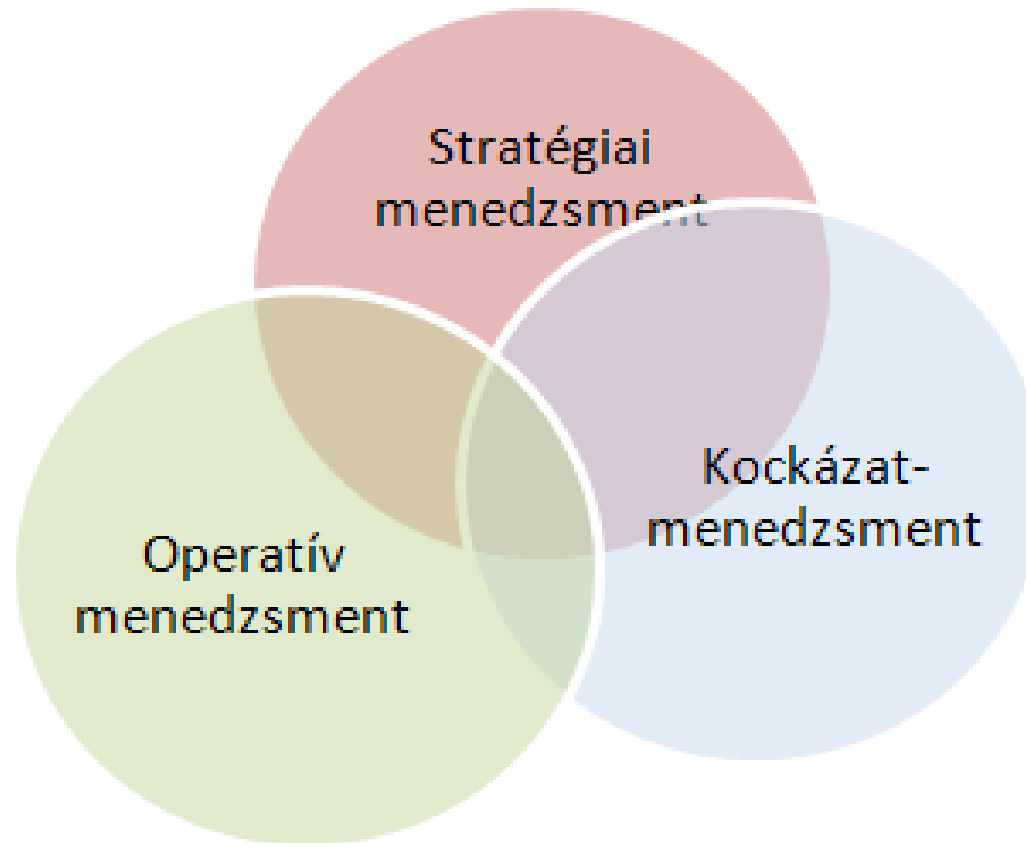
- Operatív menedzsment

az éven belüli célokat, feladatokat határozza meg, lebontva a stratégiai célokat, terveket; a stratégia helyességét az operatív tervek megvalósulásán, az operatív tevékenységeken keresztül tudjuk lemérni

- Kockázatmenedzsment

—szisztematikusan felépített folyamat a vállalati célok teljesülését befolyásoló potenciális kockázatok feltárására és értékelésére, aminek alapján kockázatkezelő program kerül megfogalmazására és végrehajtására

# A menedzsment területek kapcsolódásai



# Aswath Damodaran

*“It’s all corporate finance”*

- Minden üzleti döntés pénzügyi következményekkel jár, és bármely döntés, amely pénzfelhasználást von maga után, vállalati pénzügyi döntés.
- Tágabban értelmezve, minden, amit egy vállalkozás csinál a vállalati pénzügyek valamelyik rubrikájába illeszkedik.

# A pénzügyi menedzsment célja

- A pénzügyi menedzsment alapvető célja **pénzt előállítani a vállalkozás kötelezettségeinek a fizetésére és növelni a tulajdonosok vagyonát.**
- **Két fő célcsoport**
  - Az első csoport a jövedelmezőséggel kapcsolatos, ide tartoznak az értékesítés, a piaci részesedés, a költség felügyelet és a profitnövelés különböző módszerei.
  - A második csoport a csőd elkerülést, a stabilitást, a biztonságot foglalja magában, amelyek a kockázat felügyeletével kapcsolatosak.

# A pénzügyi menedzsment axiómái

- a pénzügyi menedzsment és a befektetési döntések alapjait képezik.
- nem szükséges érteni a pénzügyet, hogy megértsük ezeket az axiómákat, de meg kell értenünk ezeket az axiómákat, hogy megértsük a pénzügyet.
- jóllehet az axiómák eleinte túl egyszerűeknek, sőt triviálisaknak tűnhetnek, de mégis nagyon fontosak a pénzügyi menedzsment gyakorlatának megértéséhez.

# A pénzügyi menedzsment 10 axiómája

1. Kockázat-hozam kompromisszum
2. A pénz időértéke
3. A pénz – *nem a profit* - a király
4. Növekvő pénzáramlás
5. A versenypiacok átka

# Kockázat-hozam kompromisszum

- Valamilyen formában mindannyian megtakarítunk valamennyi pénzt a jövőbe elhalasztott fogyasztási lehetőségek érdekében, és általában befektetjük azt, hogy kibővíthessük jövőbeni fogyasztási lehetőségeinket.
- A befektetők egy minimális jövedelmet várnak az elhalasztott fogyasztásukért cserébe, amelynek azonban nagyobbak kell lennie, mint az előrelátott inflációs ráta.
- A befektetők, a kockázatot is figyelembe véve választanak a befektetések között.
- A kockázatos befektetések kevésbé kívánatosak, mint a biztos befektetések, és a befektetők csak akkor fektetik a pénzüket ez utóbbiba, ha az pótlólagos jövedelmet is biztosít számukra.

# A pénz időértéke

- A közgazdasági kurzusokon a pénz időértékére úgy hivatkoznak, mint egy adott mai pénzmennyiség potenciális jövedeleméről történő lemondás használdozati költségére.
- A hangsúlyt az érték létrehozására és mérésére kell helyezni.
- Az érték mérésénél a pénz időbeni értékének koncepciója arra használható, hogy egy projekt hozamait és költségeit egy közös (jelenbeni vagy jövőbeni) időpontra számoljuk ki.
- Ez biztosíthatja például különböző befektetések összehasonlíthatóságát.



# A pénz – *nem a profit* - a király

- Az érték mérésében a pénzáramlást használjuk és nem a számviteli eredményt.
- Az esetek többségében az a jellemző, hogy a pénzáramlás később következik be, mint a számviteli eredmény kimutatása.
- Csak a pénz az, amit a cég képes újra befektetni, és a tartozásainkat is csak pénzzel tudjuk kifizetni.
- A pénzáramlás méri a hozamok és a költségek igazi időzítését.
- Bármely eszköz értéke az eszközhöz kapcsolódó pénzáramlás aktuális értéke, ahol ennek a pénzáramlásnak a jelenbe történő visszaszámolásához felhasznált diszkontlábban a pénzáramlás kockázatosága is visszatükröződik.

# Növekvő pénzáramlás

- Az üzleti döntéseinkhez kapcsolódó értékelési eljárások esetében csak a növekvő pénzáramlást vegyük figyelembe.
- Azt kell megkérdeznünk magunktól, hogy milyen lesz a pénzáramlás a vállalkozás egészére vonatkozóan, ha a projektet elfogadjuk, illetve ha nem fogadjuk el.
- Egy új projekt értékeléséhez nem elég csupán az új projektből származó pénzáramlást kiszámolni.  
Valamennyi pénzügyi döntésünk meghozatalában tudatosan arra kell törekednünk, hogy annak az egész vállalatra vonatkozó hozadékára összpontosítsunk.

# A versenypiacok átka

- A pénzügyi menedzsernek dolga, hogy növelje a vállalkozás vagyonát.
- Ha egy iparágban nagy profit létrehozására van lehetőség, az új belépőket vonz és az új versenytárs és a pótlólagos kapacitás a profitnak az igényelt jövedelmezőségi ráta alá történő csökkenéséhez vezethet.
- Ha egy iparágban csökken a profit néhányan abbahagyják tevékenységüket.
- Általában a versenypiacon kiemelkedően nagy profit hosszú ideig nem létezhet.
- A sikeres befektetők akadályok létrehozásával igyekeznek a versenyt csökkenteni (termék differenciálás, költségelőny).
- Jövedelmező befektetési projektek létrehozásának kulcsa annak megismerése, hogy azok hogyan és hol helyezkednek el a versenypiacon.
- A vállalati filozófiának támogatnia kell a piacon meglévő tökéletlenségek kialakítását vagy kihasználását.

# A pénzügyi menedzsment 10 axiómája

6. Hatékony tőkepiacok

7. Az ügynök probléma

8. Az adók befolyásolják az üzleti döntéseket

9. Nem minden kockázat egyforma

10. Az etikus viselkedés helyes dolgok

megtételéhez vezet, és a pénzügyekben

mindenütt etikai dilemmák vannak

# Hatékony tőkepiacok

- A hatékony piacok hipotézisében központi szerepet játszik az információ. Mit jelent a hatékony piac a számunkra?
- Először azt, hogy az árai helyesek.
- Másodszor azt, hogy a számviteli változások általi jövedelem manipulációk nem eredményeznek árváltozásokat.
- A piaci árak a tulajdonos(ok) rendelkezésére álló pénzáramlást tükrözik vissza.

# Az ügynök probléma

- Az ügynök-problémát a cég tulajdonjogának és menedzselésének elkülönülése eredményezi.
- A probléma jelentőségét és a hozzákapcsolódó költségeket nehéz mérni, de alkalomadtán találkozhatunk a piacon a probléma hatásával.
- Ha a menedzsment rokonszevvvel viseltetik a tulajdonosi kívánságokkal, akkor egyáltalán nem létezik az ügynök-probléma.
- Olyan érdekeltségi rendszerre van szükség, amelyikben ugyanaz jó a menedzsereknek, ami a tulajdonosoknak.

# Az adók befolyásolják az üzleti döntéseket

- Az adók fontos szerepet játszanak a pénzügyi döntéshozatalban.
- A cég egészében az adózás utáni növekvő pénzforgalom érdekel bennünket, vagyis értékeléseinket adózás utáni bázison kell elvégeznünk.
- Azt sem szabad azonban elfelejteni, hogy az értékcsökkenési leírás módszere is hatással lehet az adó időzítésére.
- Az adók szerepet játszanak a vállalat pénzügyi strukturájában, a hitel és a saját tőke megfelelő arányak meghatározásában is.
- Az adókon keresztül a kormányzat is befolyásolni tudja a vállalati döntéseket és különböző módokon hatással tud lenni a vállalati kiadásokra.

# Nem minden kockázat egyforma

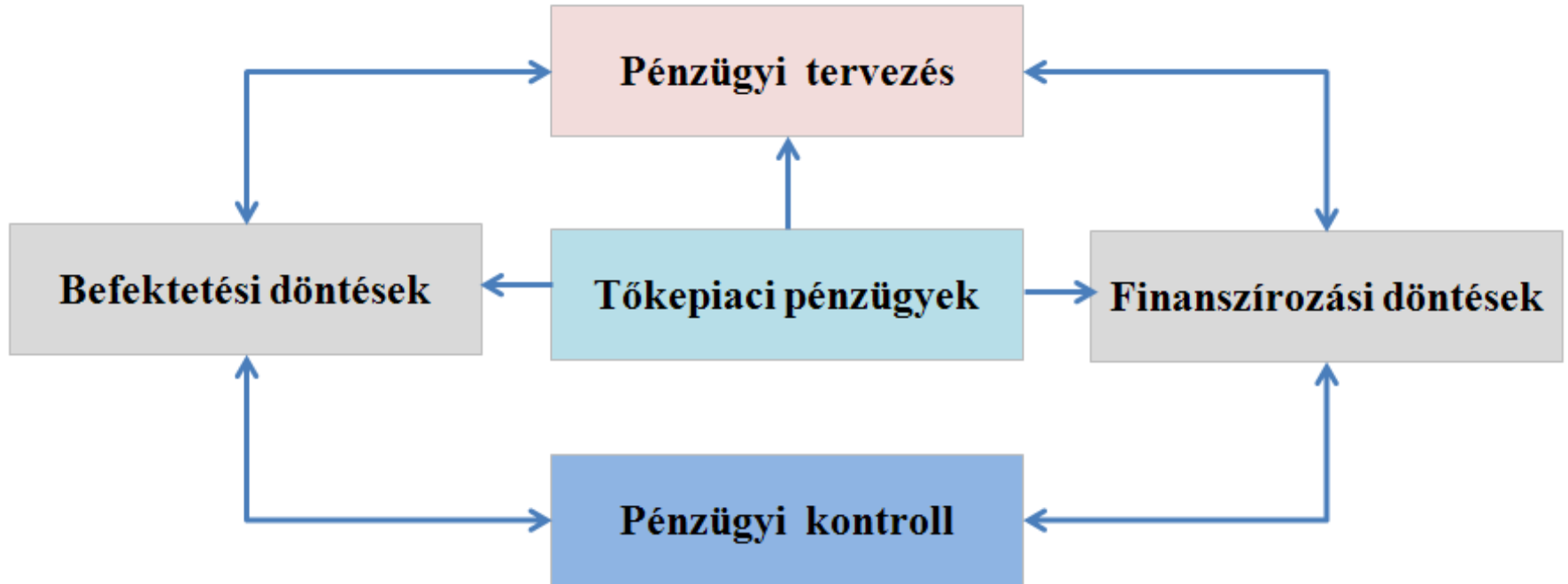
- Vannak csökkenthető, illetve kiküszöbölhető kockázatok (nem rendszeres vagy vállalati kockázat) és vannak nem csökkenthető, illetve ki nem küszöbölhető kockázatok (rendszeres vagy gazdasági kockázat).
- Ennek nagyon nagy jelentősége van a portfólió menedzsmentben.
- A portfólió létrehozásának célja a kockázat csökkentése, pontosabban az egységnyi kockázatra jutó hozam növelése



# **Az etikus viselkedés helyes dolgok megtételéhez vezet, és a pénzügyekben mindenütt etikai dilemmák vannak**

- Az etika a pénzügyekben fontos kérdés, az etika hiánya visszatérő témája az újságoknak.
- Az üzleti hibák mindig előtérbe kerülnek és sokszor a karrier végét és a jövőbeni lehetőségek elvágását jelentik.
- Először, mert az etikátlan viselkedés megszünteti a bizalmat, és bizalom nélkül a vállalkozások nem tudnak együttműködni.
- Másodszor, a vállalkozások által többször átélt hátrányos események az etikai standardekbe vetett hitet csökkentik.
- Az etikai kérdéseken túl létezik a társadalmi felelősség kérdése is.

# A pénzügyi menedzsment főbb területei



# Pénzügyi tervezés

- Szorosan kapcsolódik mind a stratégiához mind az operatív tevékenységekhez.
- A stratégia esetében általában nem készülnek komplex pénzügyi tervek, de nagyon fontos bizonyos résztervek elkészítése. A stratégiai szintű pénzügyi tervek, teljesítmény mérőszámok kialakításakor elkerülhetetlen a kockázatokkal való foglalkozás.
- A rövid távú tervekhez részletes pénzügyi terveknek kell kapcsolódniuk, mert ezek biztosítják a teljesítménymérés egyik szegmensét. Nagyon fontos meghatározni, hogy a vállalkozás mennyi pénzt képes előállítani a tevékenységeivel, és az mennyire elegendő a vállalkozás fizetőképességének a fenntartásához.

# Befektetési döntés

Az elvárt hozamrátának vissza kell tükröznie a befektetés és az adósság - saját tőke mix kockázatosságát, amit a finanszírozásához felhasználtak.

A hozamnak vissza kell tükröznie a pénzáramok, valamint az összes mellékhatás méretét és időzítését.

## Befektetési döntés

Abba az eszközbe fektessünk be, amelyik több jövedelmet hoz, mint a minimálisan elfogadható elvárt hozamráta.

# Befektetési döntés

- A befektetési döntések a vállalatok (vállalkozások) eszközeinek nagyságára és összetételére vannak hatással, tehát elsődlegesen a mérleg eszköz oldalát érintik.
- A befektetési döntések kapcsán leggyakrabban olyan kérdések merülnek fel például,
  - Vásároljon-e a vállalkozás egy új gépet?
  - Elindítsa-e valamilyen új termék gyártását?
  - Eladja-e a régi berendezései egy részét?
  - Építsen-e raktárt, üzemcsarnokot vagy irodaházat?
  - Megvásároljon-e egy másik működő céget?
  - Bankszámlán tartsa az átmenetileg szabad pénzeszközeit, vagy inkább állampapírt vásároljon rajta?

# Finanszírozási döntés

Az adósság - saját tőke  
optimális keveréke növeli a  
cég értékét.

A helyesen megválasztott  
hitel összeillik az eszközök  
időtávjával.

**Finanszírozási döntés**  
Keresse meg a cégének megfelelő  
hiteltípust, és az adósság – saját  
tőke megfelelő keverékét a  
tevékenységek finanszírozásához.

# Finanszírozási döntés

- A finanszírozási döntések a befektetések megvalósításához szükséges források megszerzésével és a folyó működés finanszírozásával kapcsolatosak, így elsődlegesen a vállalatok mérlegének forrás oldalát befolyásolják.
- A finanszírozási döntések kapcsán leggyakrabban olyan kérdések merülnek fel például, hogy
  - Belső forrásból vagy külső forrásból szerezzé meg a vállalkozás a szükséges tőkét?
  - A külső forrásból származó tőkét adósság formájában – kötvény kibocsátásával, bankhitel felvételével - vagy részvény eladásával biztosítsa a vállalkozás?
  - A finanszírozási döntések eredményeként alakul ki és módosul a vállalatok forrásainak összetétele, a pénzügyi, illetve tőkeszerkezet.

# Tőkepiaci pénzügyek

- A tőkepiaci tevékenység kapcsolódhat mind a befektetési mind a finanszírozási pénzügyekhez.
- A pénzügyi menedzsereknek ismerniük kell a pénzügyi és a tőkepiacok működését, ha forrásokhoz szeretnének jutni ezekről a piacokról, vagy a szabad pénzeszközeiket el akarják helyezni ezeken a piacokon.
- A pénzügyi piacoknak fontos szerepük lehet a vállalkozások kockázatainak csökkentésében, például határidős vagy opciós ügyletek alkalmazásával.
- A pénzügyi piacok különböző mutatói felhasználhatók a vállalkozások hozamainak és költségeinek megítélésében, a vállalkozások teljesítményének a mérésében is.



# Osztalék döntés

Mennyi pénzt akar  
visszakapni a jelenlegi és  
potenciális befektetési  
lehetőségeinek függvényében.

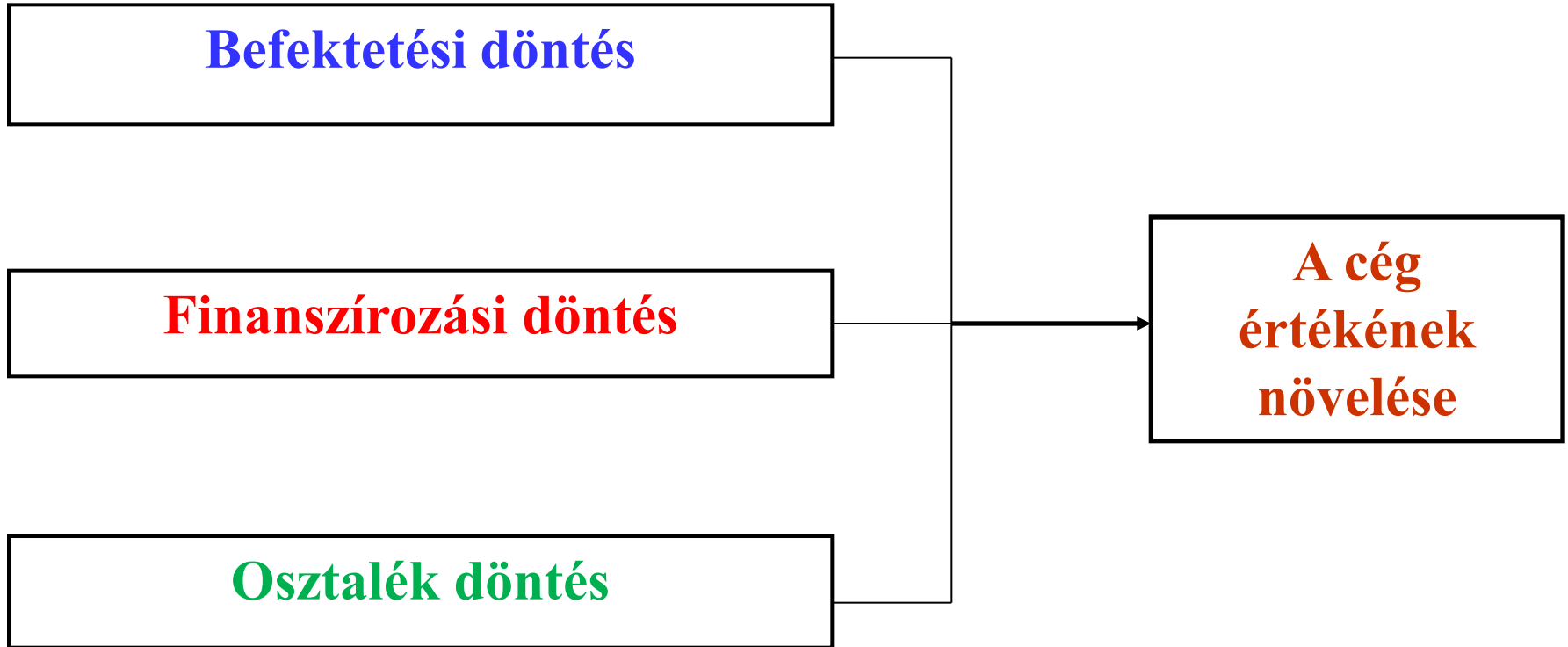
Hogyan válasszuk meg a  
tulajdonosok pénz megtérülését  
annak függvényében, hogy az  
osztalékot vagy a  
visszavásárlásokat részesítik  
előnyben.

**Osztalék döntés**  
Ha nem találunk olyan befektetést,  
amelyik az elvárt hozamrátát biztosítja,  
akkor adjunk vissza pénzt a  
vállalkozásunk tulajdonosainak.

# Osztalékpolitika

- A vállalat osztalékra vonatkozó döntései összefüggnek a finanszírozási és beruházási döntéseivel.
- Az osztalékpolitika választás a nyereség visszatartás, valamint az osztalék kifizetés és új részvények kibocsátása között.
- A kifizetett osztalék csökkenti a visszatartott nyereség összegét.
- azon döntések összessége, amelyek arra irányulnak, hogy az *adott beruházási és hitelfelvételi döntések mellett* mekkora összegű osztalékot (készpénzt) fizessenek ki a részvényeseknek

# Végső cél



# Pénzügyi kontroll

- Feladata annak nyomon követése hogyan teljesülnek a különböző időtávra vonatkozó pénzügyi tervek, mennyire biztosított a vállalkozás hosszú és rövid távú fizetőképessége, valamint a vállalkozás különböző szintű pénzügyi teljesítményeinek a mérése.
- Felvetődhet, hogy a pénzügyi kontroll a pénzügyi menedzsment feladata-e vagy inkább a vállalkozás controlling részlegéhez kell tartoznia. A pénzügyi menedzsment feletti megfelelő kontroll biztosítása érdekében az utóbbi megoldás tartható a jobbnak.

# Pénzügyi menedzsment



# Pénzügyi menedzser célja, feladata

- a pénzügyi menedzser célja és feladata a részvények, a vállalkozás értékének a növelése, maximálása.
- A menedzserek a társadalom felé is rendelkeznek felelősséggel, ezért kompromisszumot kell kötniük, amikor arról döntenek, hogyan érik el céljaikat. Szociális, morális, környezeti és etikai szempontok is része kell hogy legyenek a döntési folyamatnak.
- Ha a pénzügyi menedzser "vákuumban" dolgozik és csak a pénzbeli nyereség megszerzésével törődik, elkerülheti a figyelmét egy másik ugyanannyira fontos aspektus, ami a cégről kialakult kép fenntartásához szükséges.

# A vállalkozás célja I.

átlagember: profit előállítás

**Peter Drucker**



a profit vagy a jövedelmezőség nem az üzleti vállalkozás vagy az üzleti tevékenység célja, hanem inkább korlátozó tényezője

a vállalkozás problémája nem a profit maximálása, hanem inkább megfelelő profit elérése a gazdasági tevékenység kockázatának fedezésére és a veszteség elkerülésére

# A vállalkozás célja II. (Peter Drucker)

a profit három célt szolgál, miközben méri a vállalkozás erőfeszítéseinek nettó hatékonyságát és megbízhatóságát:

- a vállalkozási teljesítmény végső tesztje
- kockázati prémium, ami fedezi az üzletben való lét és az üzletben maradás költségeit - pótlás, elavulás, piaci kockázat és bizonytalanság
- végezetül a profit biztosítja a jövőbeni tőke felhasználását innovációra és bővítésre



# A vállalkozás célja III.

nem a vállalkozás maximális profitját szükséges mérni, amit a vállalkozás elő tud állítani, hanem meghatározni a minimumot, amit elő kell állítania

## Herbert Simon

a maximálás helyett a profit egy adott szintjének az elérése jellemzi a vállalkozásokat

# A vállalkozás fő célja

úgy maximálják a cég vagyonára jutó profitot, hogy a kockázatot egy elfogadható szinten tartásák

a teljesítmény végső mértéke egy piacgazdaságban nem az, hogy mennyi jövedelmet szerez egy vállalkozás, hanem hogy a befektetők hogyan értékelik ezt a jövedelmet

# A tulajdonosi vagyon maximálása

- A tulajdonosi *vagyon maximálási* cél megfogalmazása nem jelent semmi többet, mint a profit maximálási célt módosítani abba az irányba, hogy a működési környezet egészével foglalkozzunk.
- **Ha a tulajdonosi vagyon maximálását választjuk, akkor ezáltal minden pénzügyi döntés hatását összefogjuk.**
- A befektetők a helytelen befektetési vagy osztalékfizetési döntésekre a cég értékének csökkentésével, míg a jó döntésekre az érték felfelé nyomásával válaszolhatnak.

# Finanszírozás

- A finanszírozás egyrészt a pénzellátást, a pénzügyi források biztosítását jelenti, azaz a tőke megszerzésére irányuló tevékenység.
- Tágabb értelemben a finanszírozás nemcsak a szükséges pénz előteremtése, hanem annak racionális felhasználását is jelenti. A két tevékenység összekapcsolása közgazdasági célszerűség és követelmény.

# Finanszírozás

- A vállalkozásfinanszírozás olyan tudatos tevékenység, melynek célja a vállalkozás indulásához, működéséhez, fejlesztéséhez szükséges pénzügyi források előteremtése és azok ésszerű felhasználása.
- A vállalkozás finanszírozásnak aktív szerepe is van: egyrészt módosíthatja az eszközök beszerzésével kapcsolatos döntéseket, másrészt jeleznie kell az egyes eszközök állományában meglévő felesleges értékeket, a kevésbé hatékony eljárásokat és állapotokat.

# A finanszírozás célja

- a rendelkezésre álló pénzeszközöknek a termelési folyamathoz történő célszerű hozzárendelése annak érdekében, hogy azok megtérülése révén
  - nyereséget lehessen elérni, illetve
  - a piac által elismerten növelni lehessen a vállalkozás vagyonát.

# A vállalkozásfinanszírozás alapelvei

- **A rentabilitás elve.**

- Egyrészt értelmezhetjük úgy, hogy olyan tőkefajtákat kell választanunk, amelyek együttes tőkeköltsége a legalacsonyabb.
- Másrészt a rentabilitás elve alapján azt vizsgáljuk, hogy részben idegen tőkével történő finanszírozás esetén hogyan alakul a saját tőke jövedelmezősége, hozama.

# A vállalkozásfinanszírozás alapelvei

- **A normativitás elve.**
  - Azt jelenti, hogy a bankok idegen forráshoz csak akkor juttatják a vállalkozásokat, ha azok az ügyfélminősítés alapján megbízhatóknak bizonyulnak.
- **A likviditás elve.**
  - Arra keresi a választ, hogy az adósságszolgálati kötelezettségeit, milyen forrásokból fogja tudni a hitelt igénybe vevő vállalkozás kiegyenlíteni.



# A vállalkozásfinanszírozás alapelvei

- **A rugalmasság (illeszkedés) elve.**
  - Elméletileg a rövid távú eszközigényt rövid lejáratú forrásokkal, a hosszú távú eszközigényt pedig hosszú lejáratú forrásokkal célszerű finanszírozni.
  - A tőkeszükséglet meghatározását rugalmasan kell kezelni, hogy a szükségtelen kamatköltségek elkerülhetőkké váljanak.
  - A biztonság és a rugalmasság elve sokszor ellentétben állnak egymással, a vállalkozás pénzügyi stratégiájának a feladata az, hogy a finanszírozás folyamatosságát és biztonságát biztosítva a legkisebb költséggel járó optimális megoldást megtalálja.

# A vállalkozásfinanszírozás alapelvei

- **Az önállóság elve.**
  - Az önállóság elvét annak érdekében kell érvényre juttatni, hogy nem szabad oly mértékben eladósodni, hogy az már az önálló döntéshozatal lehetőségétől is megfossza a vállalkozást.

# Finanszírozási alapelv

- A finanszírozási forrásokat olyan tevékenységekhez használjuk fel, amelyeknek a hozama nagyobb, mint a kockázat figyelembe vételével elfogadható minimálisan elvárt hozamráta.
- Olyan finanszírozási keveréket válasszunk, amely minimálja az elvárt hozamrátát.
- Ha nincsen olyan tevékenység, amely legalább az elvárt rátát hozza, akkor adjunk pénzt a részvényeseknek.
- A fő döntési kritérium: a cég értékének a növelése.

# Belső finanszírozás

Belső finanszírozásról beszélünk akkor, ha a vállalat belső folyamataiból származó forrásokat használ fel beruházásainak, projektjeinek finanszírozásához.

A belső finanszírozás megvalósulhat:

- az értékcsökkenési leírás elszámolásából
- a nyereség visszatartásából
- az egyéb lehetőségek útján megszerezhető források felhasználásával

# Belső finanszírozás

- Nagy előnye, hogy nem szükséges külső forráskínáló személyek és intézmények számára adatot szolgáltatni, információt átadni.
- A vállalkozás menedzsmentje gyorsan és külső érintettektől függetlenül tud forrást szerezni, amivel a külső forrásbevonással járó tranzakciós költségeket (információátadás, tárgyalás, dokumentáció, idő veszteség, díjak) meg tudják takarítani.

# Befektetett eszközök beszerzése

- A befektetett eszközök nagy részének beszerzése egy működő cégnél az adózott eredmény terhére történik, az az eredményt nem befolyásolja, viszont pénzkiadással jár.
- A bekerülési érték és a maradványérték közötti különbséget az eszközök hasznos élettartama alatt számoljuk el költségként, mégpedig olyan ütemben, ahogyan az a vállalkozás bevételeire hatással van.
- Az eszközök értéke fokozatosan megy át az általunk létrehozott termék, szolgáltatás értékébe.

# Értékcsökkenés, mint forrás

Mekkora **forrás képződik** amortizáció révén évről-évre, azt

- az adott eszközállomány aktuális értéke,
- az eszközök használati ideje, és
- az értékcsökkenési leírás módja határozza meg.

Ez a forrás valójában csak akkor fog realizálódni, ha az bevételként tényleg befolyik.

# Értékcsökkenés, mint forrás

- Ha a költségek között elszámolt értékcsökkenési leírás az értékesített termékek, szolgáltatások áraiban folyamatosan realizálódik, akkor a bevételnek ez a része fedezetet jelent az elhasználódó eszközök felújítására, cseréjére.
- A dinamikus szinten tartás célja, hogy a vállalkozás folyamatosan, a változó igényekhez alkalmazkodva képes legyen a piaci elvárásoknak megfelelni mind minőségben, mind mennyiségben.



# Visszatartott jövedelem

Mennyisége függ

- a cég mindenkori nyereségétől,
- az adóztatás módjától (adómérték, adókedvezmények),
- a cég osztalékpolitikájától.

Az eredmény számítási módját a számviteli törvény szabályozza. A mérleg szerinti eredmény az, ami újra befektethető. A tulajdonosoknak tehát le kell mondaniuk az osztalék egy részéről, hogy a beruházásokat finanszírozni lehessen.

# Visszatartott nyereség

- A visszatartott nyereség a befektetés és a kivét figyelembe vételével a bevont nominális tőke periódusvégi és periódus eleji értéke közötti pozitív differencia.
- Egy periódus visszatartott nyeresége az a pénzösszeg, amit a vállalat periódusonként a legnagyobb mértékben kivon anélkül, hogy ez gazdasági teljesítőképességét csorbítaná.
- Az a maximálisan kivont összeg, ami megmarad, mivel azokat a beruházási és finanszírozási eljárásokat nem valósították meg, amelyek a jövőben azonos nyereséget biztosítottak volna (használdozati összevetés).

# Vagyontárendezés

A vagyon átrendezése akkor szolgálhat finanszírozási forrásul, ha

- az üzemvitelhez szükséges vagyont csökkentik és ezáltal lekötött tőkét szabadítanak fel, vagy
- az üzemvitelhez nem szükséges vagyonrészeket értékesítik

## Egyéb forrásszerzési módok

- A tulajdonosok reziduális igényüket átalakítják.
- A társaság tulajdonosai a munkavállalók részére az éves adózott eredmény egy részét felkínálják olyan feltétel mellett, hogy a forrás meghatározott futamidőre a cégnél marad és alkalmazotti részesedés vagy alkalmazotti (tagi) kölcsön formáját ölti.

# Forgóeszköz-gazdálkodás jellemzői

- Rövid táv
- Könnyebben korrigálhatók a döntések
- A döntések jelentős hatással vannak a vállalat likviditási és jövedelmezőségi helyzetére

# Vállalati likviditás

- a vállalat eszközeinek eladhatósága, készpénzzé való konvertálhatósága,
- rövid távú forráshoz jutás képessége,
- a nettó-forgótőke gazdálkodása és finanszírozása, beleértve a készpénzgazdálkodást is,
- a pillanatnyi fizetőképesség.

# A likviditás jellemzői

- A nagyobb likviditás egyben azt is jelenti, hogy bővül a vállalkozás mozgáster, nő a cég döntési szabadsága.
- Számolni kell azzal is, hogy a magas likviditás fenntartása jelentős többletköltségekkel jár.
- Azonban nem csak a magas likviditási szint fenntartásának vannak költségei, hanem a likviditás hiányának is.
- Ha egy vállalkozás növeli forgóeszközeinek állományát, akkor a **likviditás költsége is növekszik**, ugyanakkor csökken a **likviditás hiányának a költsége**.
- **Az optimális likviditás akkor áll elő, amennyiben a fenti költségek együttes összege a legalacsonyabb.**

# **A vállalat működéséhez szükséges forgótőke mennyisége függ**

- A tőke forgási idejétől (a készletre váltott pénz ismét készpénz formában jelenik meg)
- A termelés és a forgalom nagyságától
- A versenytársak magatartásától
- A beszállítók szállítási feltételeinek változásától
- Konjunkturális változásoktól
- Technológiai változásoktól
- A vállalat várakozásaitól



# A forgóeszköz-gazdálkodás pénzügyei

- a gazdasági szereplők azon szokását, mely szerint a más eszközökhöz képest alacsonyabb hozamú készpénzt tartanak, a pénz egy fontos tulajdonságával, a likviditással lehet magyarázni.
- A vállalati likviditás fenntartása egyrészt a készpénz, illetve likvid eszközök tartását, valamint e mellett a megfelelően rövid időn belüli forrásszerzés lehetőségének biztosítását jelenti.
- Másrészt, vállalati likviditáskezelés alatt a forgótőke-gazdálkodást és a forgótőke-finanszírozást is értjük, amely során biztosíthatja a vállalati pénzügyi vezető a folyamatos működés rövid távú pénzügyi feltételeit, vagyis a vállalat pillanatnyi fizetőképességét.

# Vállalati pénzáramok

- a vállalati szabad pénzáram -Free Cash Flow to Firm, FCFF,
- a hitelezői pénzáram - Free Cash Flow to Debt, FCFD
- a tulajdonosi pénzáram -Free Cash Flow to Equity, FCFE,
- a nem működési likvid eszközök alakulása
- a működési pénzáram a vállalat nettó operatív profitja (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes, NOPLAT) és az amortizáció összege.
- ha a működési pénzáramból kivonjuk a bruttó beruházások nagyságát (vagy a NOPLAT-ból a nettó beruházások értékét), akkor jutunk el a vállalati szabad pénzáramhoz.

# Pénzáramok

- A hitelezői pénzáramhoz tartoznak a fizetett kamatok, a hitelállomány változása, valamint a fizetett kamat adóhatása.
- A tulajdonosi pénzáram a kifizetett osztalékból, a saját tőke állományváltozásából, valamint a nem operatív pénzeszközök állományváltozásából (belső források) áll.

# FCFF, FCFD, FCFE

+Működési eredmény (EBIT)

–EBIT-re jutó adó

+Amortizáció

---

=Bruttó pénzáram

– $\Delta$ NFT

---

=Működési pénzáram

–Bruttó beruházások (nettó+amortizáció)

---

=FCFF

+Fizetett kamatok

–Fizetett kamatokra jutó adó (adópajzs)

– $\Delta$ Hitelállomány

---

=FCFD

+FCFF

–FCFD

---

=FCFE

# Nem működési pénzáram

$$\begin{array}{r} +\text{FCFE} \\ \hline -\text{Fizetett osztalék} \\ +\Delta\text{Saját tőke} \\ \hline = \Delta\text{Nem működési pénzeszközök} \end{array}$$

# A forgótőke és a nem működési készpénz

- A működéshez kapcsolódó tőkeelemek zöme nem pénzügyi, hanem termelési, üzemi, üzleti oldalról adódik (pl.: a vevői követelések, a szállítói tartozások, a készletek szintje), amelyekhez a vállalat egyéb likvid eszközeit és forrásait kell igazítani
- Gondolni kell az egyes tételek nagyságának előrejelzési bizonytalanságára.
- A működési pénzeszközök - így a készpénz, bankszámla azonnali felhasználhatóságuk miatt a szűk értelemben vett likviditást jelentik.
- A nettó forgótőke nem pénzeszköz elemei bár nem használhatók fel azonnal, azonban rövid időn belül készpénzzé konvertálhatók, esetleg kötelezettségek kielégítésére felhasználhatók.

# A stratégiai tartalékok

- A stratégiai tartalékok nem a szokásos napi üzleti célú tevékenységhez kapcsolódnak, hanem minden ezen kívüli (stratégiai) célokhoz.
- A jövőbeli beruházásokat is a stratégiai célú döntések közé soroljuk.

# Gazdálkodási összefüggések

- A rövid távú pénzügyi tervezés és likviditáskezelés sohasem független a hosszú távú tervektől és vállalati pénzügyi politikától.
- Rövid távon a hosszú távú tervek adottak, nem változtathatók.
- Rövid távon a napi szintű (működési) likviditáskezelésben a nettó forgótőke összetételéről, eszközmenedzsmentjéről és finanszírozásáról határozunk.
- A nettó forgótőke-gazdálkodás magában foglalja a nem-pénzügyi jellegű funkciókat, területeket is, mint a vevőmenedzsment, készletmenedzsment, pénzgazdálkodás, termelésmenedzsment, szállítómenedzsment.



# Hitelkeretek

- A hitelkeretek speciálisak abban az értelemben, hogy lehívásuk előtt nem jelennek meg a mérlegben.
- Ez egy opció, vagyis egy jog arra vonatkozóan, hogy a vállalat a hitelkeret fenntartójától elbírálás nélkül lehívhat a keret erejéig pénzüsszegeket.
- Készpénzt általában a készpénzhiány állapotából következő veszélyek elkerülésére,
- a hitelkeretet az adódó beruházási lehetőségek megragadására tartanak.

## Hitelkeretek 2.

- A hitelkereteket általában a gyorsan növekedő vállalatok tartják fenn, így lehetőséget hagyva az innovációra.
- Stratégiai készpénzt elsősorban a veszélyek elhárítására tartanak.
- Azokban az országokban, ahol a külső hitelezés korlátozott, ott magasabb hitelkereteket tartanak a vállalatok, s kevesebb készpénzt.
- Így előfordul, hogy a fejlettebb hitelrendszerű gazdaságokban, ahol könnyen lehet külső bankhitelhez jutni, magasabb a készpénztartás részaránya, mint a fejletlenebbekben.

# Likvid eszközök és az árbevétel

- Sok esetben célszerűbb a mérlegfőösszeg, vagy az összes eszköz helyett az árbevétel arányában vizsgálni a pénzeszközök nagyságát.
- Az árbevétel mint a működés egyik legfontosabb eleme a működési készpénz-arány meghatározója.
- A vállalati készpénz/árbevétel arányok között nagyok az iparági eltérések. Ennek oka általában az adott iparágra jellemző készpénzigények különbözősége.

# A készletgazdálkodás célja

- A készletgazdálkodás alapvető célja a vállalati működés készletekkel történő ellátása, a lehető legkisebb költségek mellett.
- Az első lépés a készletek vásárlásával és tartásával kapcsolatos költségek mindegyikének azonosítása.
- A költségek három csoportba oszthatók:
  - a készletek kezeléséhez,
  - azok rendeléséhez és fogadásához kapcsolódók, valamint a
  - készlethiányhoz kapcsolódó ráfordítások

# A készlettartás költségei

- A készletek kezelésével kapcsolatos költségek magukban foglalják a tárolási, tőkelekötési és készletveszteségből eredő költségeket.
- E ráfordítások az átlagkészlet nagyságával arányosan növekszenek.
- A kezelési költségek általában egyenes arányban növekednek a birtokolt készletek átlagos nagyságával.
- A birtokolt készlet függ a rendelés feladás gyakoriságától.

# Átlagos készlet

- Ha a készletfelhalmozás egyenletes az év során, s ha nem tartanak biztonsági készletet, akkor az átlagos készlet:

$$\text{Átlagos készlet} = \bar{A} = \frac{\text{Rendelési mennyiség}}{2} = \frac{S/N}{2}$$

S – eladott éves mennyiség

N – éves rendelésszám

P - vásárlási ár

$$\text{átlagos készletérték}(\bar{K}) = P * \bar{A}$$

# A készletrendelés költségei

- A rendelési költségek általában fixek, s nem függnek a termelési volumentől, így a készletezés eme költsége egyszerűen a rendelés feladás és fogadás fix költsége, s az éves rendelési alkalom szorzataként határozható meg.
- F - a készletrendelés fix költsége
- a teljes rendelési költség (TOC):

$$\text{TOC} = F * N = F * \left( \frac{S}{2 * \overline{A}} \right)$$

# A készletezés összes költsége

$$\text{TIC} = \text{TCC} + \text{TOC} = C * P * \bar{A} + F * \left( \frac{S}{2 * \bar{A}} \right)$$

$$Q = \frac{S}{N} \text{ (átlagosan birtokolt készlet)}$$

$$\text{TIC} = \text{TCC} + \text{TOC} = C * P * \frac{Q}{2} + F * \left( \frac{S}{Q} \right)$$



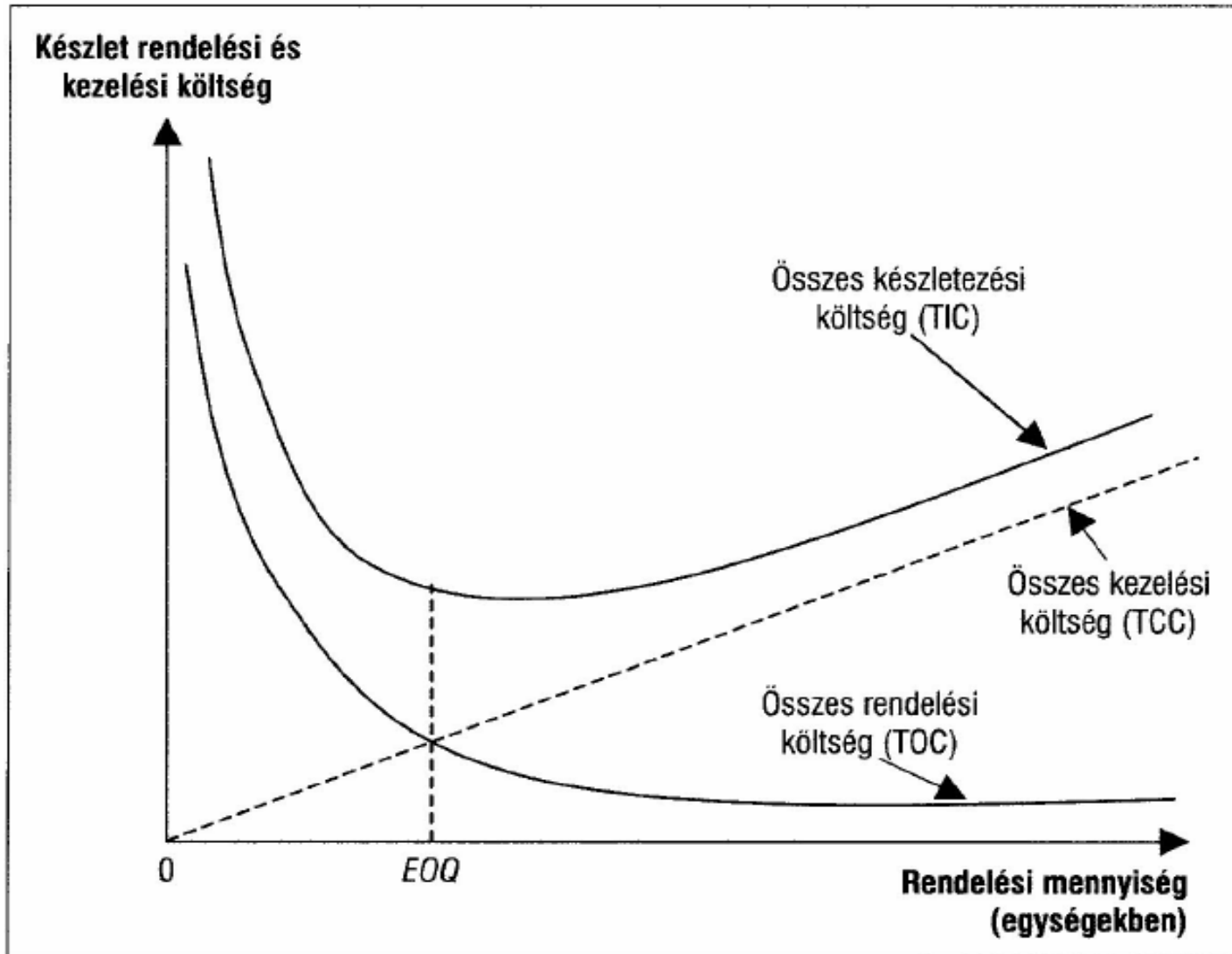
# A gazdaságos rendelési mennyiség

- Bizonyos költségek növekszenek, mások csökkennek a készletek emelkedésével, s ezek eredőjeként van egy optimális rendelési volumen, amely mellett minimális a készletek összköltsége.
- Az átlagos készletbeszerzés függ a rendelés gyakoriságától, s az egyes rendelések nagyságától.
- Ha minden nap rendelünk, akkor az átlagkészlet sokkal kisebb lesz, mint évenként egyetlen rendelés esetén.

# A gazdaságos rendelési mennyiség

- A nagyobb rendelési tételhez magasabb kezelési költség társul.
- A nagyobb megrendelés magasabb átlagkészletet jelent, s emiatt emelkednek a raktározási költségek, nagyobb lesz a készletlekötés miatti kamatkiadás, a biztosítási költség és a készletveszteség miatti kiadás.
- A rendelési költségek mérséklődnek a nagyobb rendelési tételek és készletek mellett.
- Ha ritkábban rendelünk, s ezért egyszerre nagyobb mennyiséget, akkor csökken a rendelés feladás költsége, a termelés-indítási ráfordítás, valamint a megrendelés lebonyolítási kiadása.

# Az optimális rendelési mennyiség meghatározása



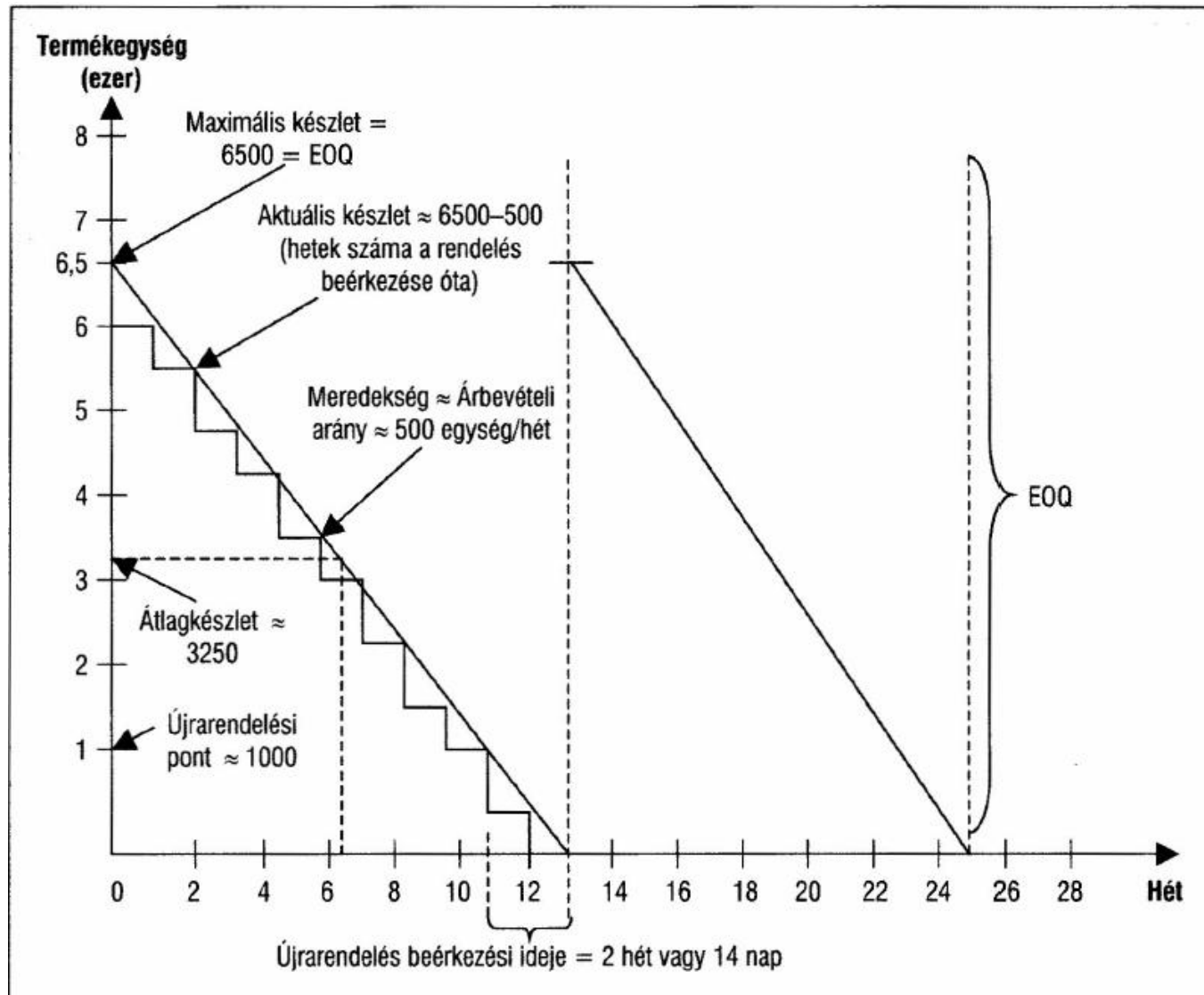
# Az optimális rendelési mennyiség meghatározása

$$EOQ = \sqrt{\frac{2 * F * S}{C * P}}$$

A modell feltevései:

- (1) Az értékesítés pontosan előre jelezhető.
- (2) Az árbevétel az év során egyenletesen oszlik el.
- (3) A megrendelés a várt időben érkezik be.

# Az átlagos készletállomány az újrarendelés függvényében



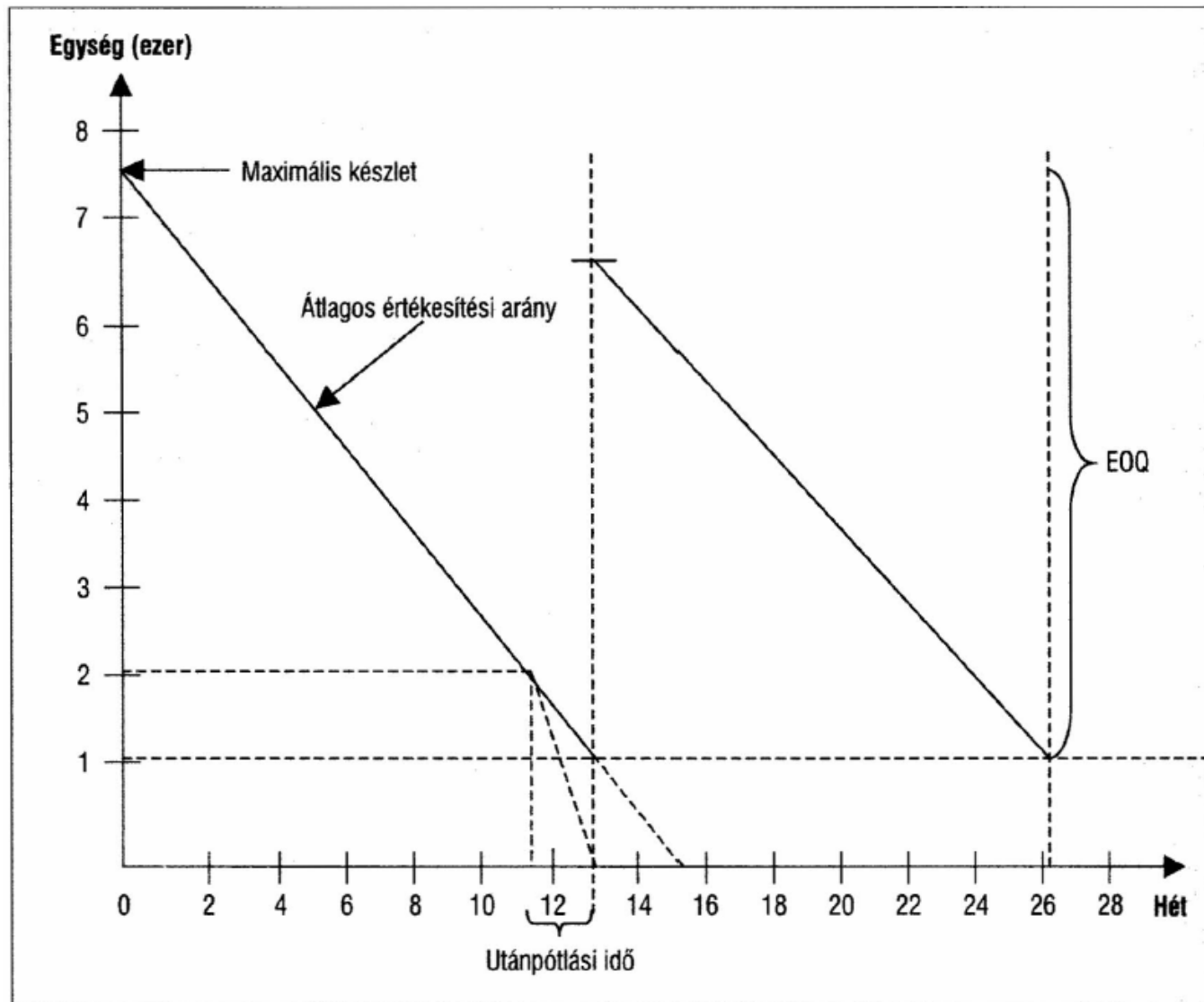
# A gazdaságos rendelési mennyiség

- Az EOQ, s így az átlagos készlettartás az árbevétel négyzetgyökével emelkedik.
- Az értékesítés adott mértékű növekedése az arányosnál kisebb mérvű növekedést indukál a készletekben, így a vállalat növekedésével a készlet/értékesítés arány csökkenni fog.
- Például a vállalat esetében az  $EOQ = 6\,500$  egység,  $26\,000$  egység éves forgalom mellett, az átlagkészlet pedig  $3\,250$  egység. Ha az értékesítés 100 %-kal növekszik, évi  $52\,000$  termékegységre, akkor az  $EOQ$  csak  $9\,195$  egységre emelkedik, azaz csak 41%-kal, az átlagkészlet pedig ugyanilyen arányban növekszik.
- Ez arra mutat, hogy a készlettartásban méretgazdaságosság érvényesül.

# A biztonsági készlet koncepciója

- Ha a vállalat biztos lenne abban, hogy sem az értékesítési arány, sem a rendelés utánpótlási ideje nem változik, akkor a vállalati készletalakulás megfelel a korábban leírtaknak.
- Tekintettel arra, hogy az értékesítés ingadozhat, továbbá termelési és kiszállítási késedelem egyaránt történhet, ezért a vállalat pótlólagos, azaz *biztonsági készletet igényelhet*.

# A biztonsági készlet koncepciója





# Az optimális biztonsági készlet

Az optimális biztonsági készlet esetenként változó, s általában növekszik

- a kereslet előrejelzés bizonytalansága miatt,
- a készlethiány költségei miatt (elvesztett árbevétel, csökkenő goodwill),
- annak esélye miatt, hogy a szállítmány beérkezése késedelmet szenved.

Az optimális biztonsági készlet csökken, amint a pótlólagos készlet kezelési költsége növekszik.

# Vállalati pénzgazdálkodás

- A vállalati döntéshozók elemi érdeke a készpénz és a piacképes értékpapírok tudatos menedzselése:
  - ha fölös készpénzállomány halmozódik fel, akkor piacképes értékpapírt szükséges vásárolni,
  - ha viszont készpénzhiány van, akkor a piacképes értékpapírok egy részét likviddé kell tenni.
- A készpénznek központi jelentősége van a vállalati gazdálkodásban, hiszen ezen keresztül mennek végbe a vállalat és környezete közötti kölcsönhatások.

# Vállalati pénzgazdálkodás

A pénzkiáramlás és -beáramlás alapvetően négy területen kötődik a vállalati gazdálkodásban:

- a működéshez,
- a finanszírozáshoz,
- a beruházáshoz és
- az adózáshoz.

Több oka is van annak, hogy a vállalatok minden időben meghatározott nagyságú készpénzállományt kell, hogy birtokoljanak.

# A pénz birtoklásának okai

- A **tranzakciós motívum** arra a tapasztalatra alapozódik, hogy a folyamatos pénzbeáramlás és -kiáramlás tökéletes összhangja általában hiányzik.
- A vállalat birtokában levő - meghatározott nagyságú - készpénz állomány tartalékként szolgál arra, hogy a tranzakciókat az arra legalkalmasabb időben hajtsák végre.
- Készpénz állomány birtoklása különösen akkor fontos, ha a pénzbeáramlás és -kiáramlás időbeli lefutása jelentős aszinkronitást mutat, ami különösen jellemző a szezonális jellegű tevékenységet folytató vállalatokra.

# A pénz birtoklásának okai

- Az **óvatossági motívum** azon a megfontoláson alapul, hogy a pénzáramok pontos előrejelzése általában nehézségekbe ütközik.
- Az előre nem látható kifizetések teljesítéséhez szükség van biztonsági pénzkészletre.
- A **spekulációs motívum** értelmében a vállalat megfelelő nagyságú cash állomány birtokában képessé válik - akár a váratlanul jelentkező - hozamgenerálási lehetőségek gyors és rugalmas kihasználására.

# A pénz birtoklásának okai

- Az **óvatossági motívum** azon a megfontoláson alapul, hogy a pénzáramok pontos előrejelzése általában nehézségekbe ütközik.
- Az előre nem látható kifizetések teljesítéséhez szükség van biztonsági pénzkészletre.
- A **spekulációs motívum** értelmében a vállalat megfelelő nagyságú cash állomány birtokában képessé válik - akár a váratlanul jelentkező - hozamgenerálási lehetőségek gyors és rugalmas kihasználására.

# A pénzgazdálkodás célja

- A vállalati pénzgazdálkodás célja a fizetéseképtelenség esélyének minimalizálása.
- A pénzgazdálkodás kontextusában a fizetéseképtelenség azt jelenti, hogy a vállalat nem képes időben eleget tenni esedékessé váló fizetési kötelezettségeinek.
- Ilyen esetben a vállalat technikai fizetéseképtelenségben van, mivel nincs meg a megfelelő likviditása azonnali fizetésre, folyó kötelezettségei kiegyenlítésére.
- A vállalatnak egyensúlyt kell találni a túl nagy és túl alacsony pénzállomány között, s e feladat alapját a kockázatmegtérülés átváltási kapcsolat képezi.

# A pénzgazdálkodás célja

- A nagy pénzállomány birtokában minimalizálható a fizetéseképtelenség esélye, ugyanakkor mérséklődik a vállalati profitabilitás.
- Az alacsony pénzállomány felszabadítja a pénzforrásokat beruházási és piacképes értékpapír-vásárlási célokra; ez növelheti a profitabilitást, valamint a vállalati részvények értékét, ugyanakkor növeli a cash hiányának eshetőségét.



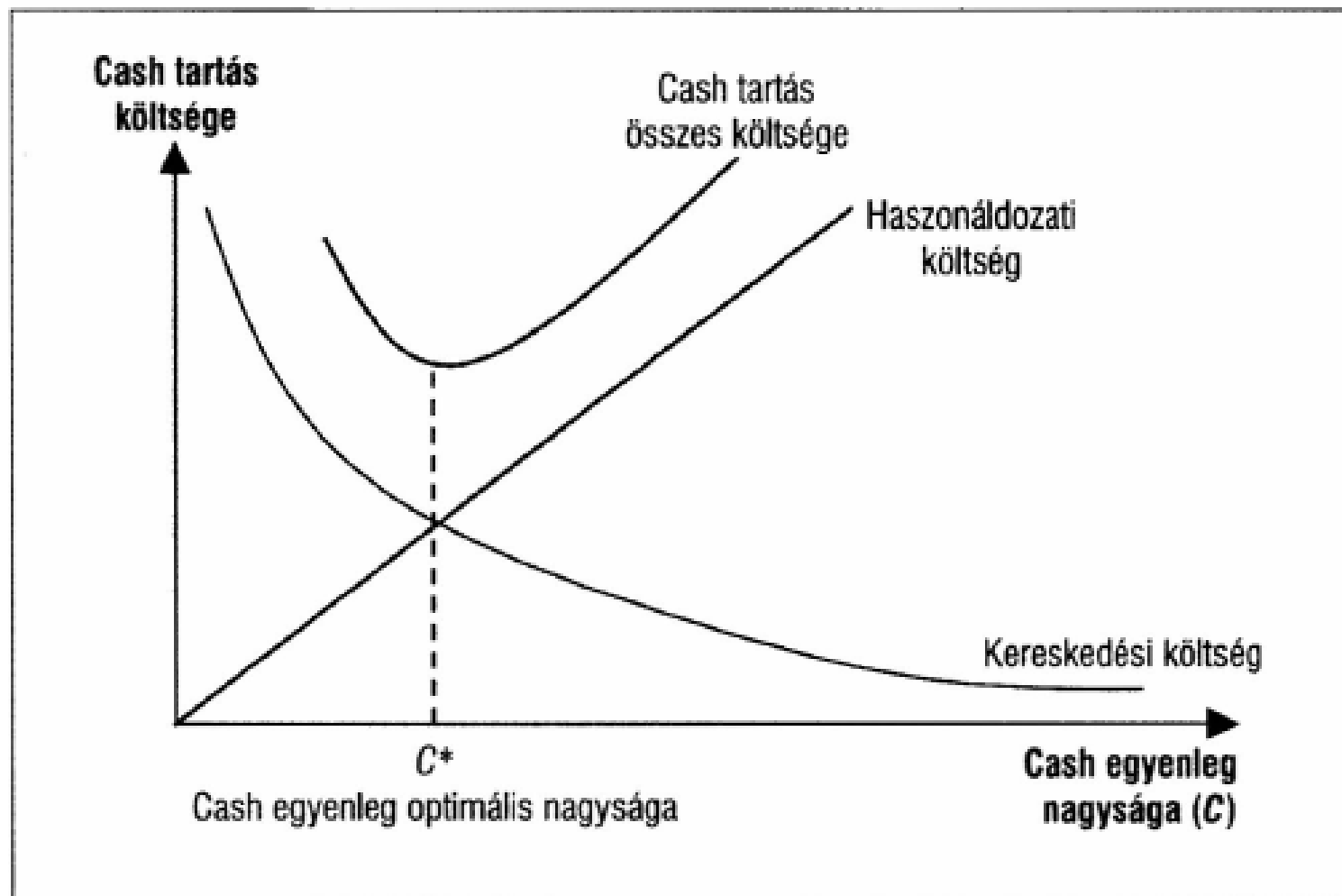
# A pénzgazdálkodás célja

- A kockázat-megtérülés átváltási kapcsolatból kettős követelmény adódik: egyrészt álljon rendelkezésre elegendő pénz a fizetési igények fedezésére, a vállalati működés fenntartásához;
- másrészt a hozamot nem termelő pénzállományt a minimumra kell leszorítani.
- Ama ideális állapotnak, hogy a vállalat huzamosabb időn keresztül zérushoz közeli pénzállomány mellett működjön, két feltétele van.
  - Teljesen pontos nettó pénzáram-előrejelzésre van szükség a tervezési horizont egészére vonatkozóan,
  - továbbá a cash beáramlás és –kiáramlás tökéletes szinkronjára volna szükség.

# A pénzállomány

A vállalat által célszerűen birtokolt készpénz egyenleg kapcsolatot mutat a túl sok készpénz tartásának haszonáldozati költsége és a túl kevés készpénz birtoklásának kereskedési költsége között.

# A pénzállomány tartási költségei



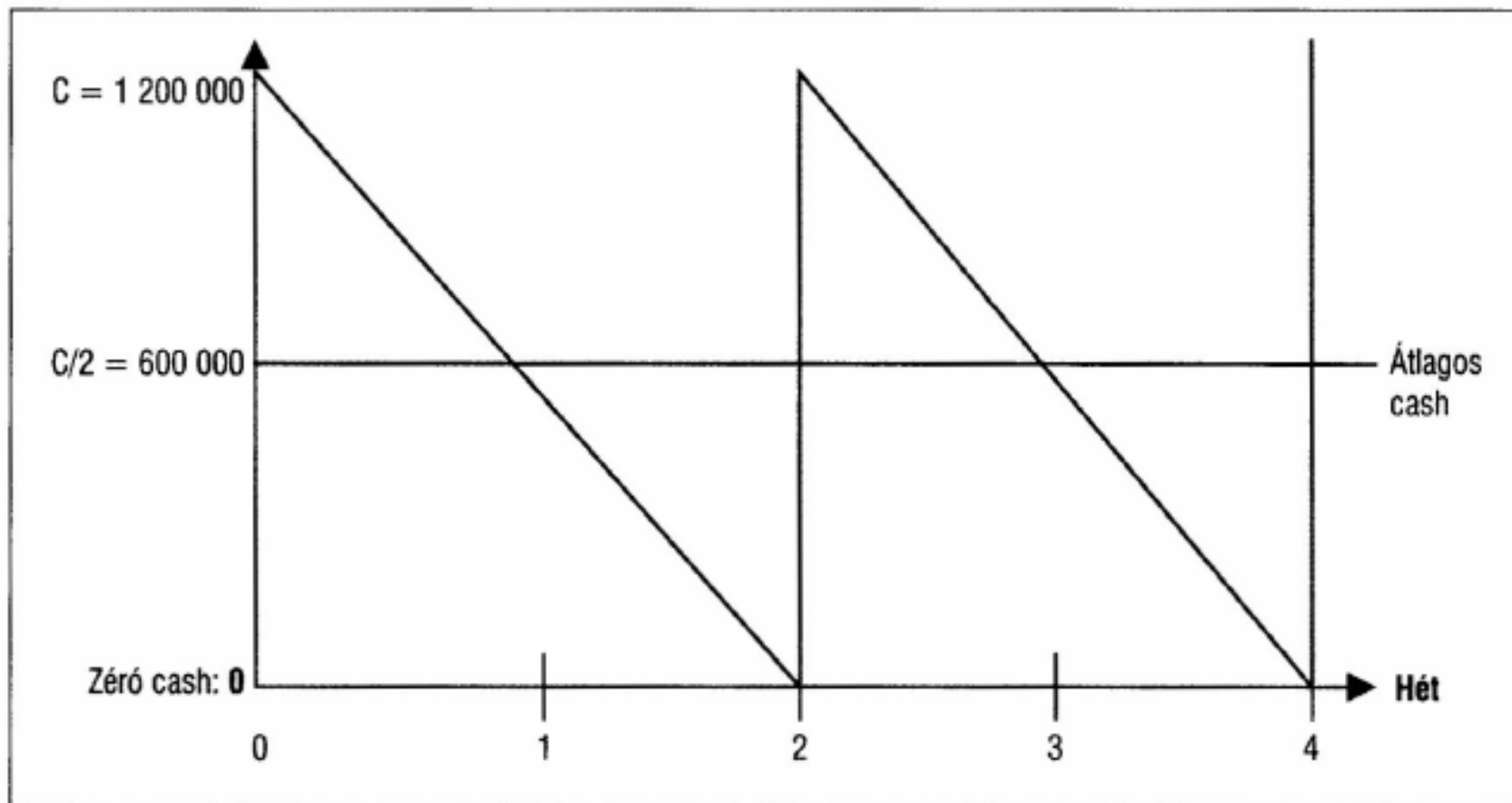
# A pénzállomány tartási költségei

- A kereskedési költségek akkor magasak, ha a vállalat kénytelen értékpapírokat eladni a megfelelő cash egyenleg biztosításához.
- A használdozati költség a készpénz egyenleg növekedésével emelkedik, mivel a készpénz vagy csekély hozamot eredményez, vagy egyáltalán nem generál megtérülést.
- Ha a vállalat túl alacsonyan kívánja tartani pénzállományát, akkor a pénzigény emelkedésekor rákényszerül piacképes értékpapírok eladására (majd utána a megfogyatkozott állomány pótlására).
- Tehát minél nagyobb a készpénz egyenleg, a kereskedési költség annál kisebb lesz.
- Ellenkezőleg a készpénztartás használdozati költsége emelkedik a készpénztartás volumenének növekedésével.

# Baumol-Allais-Tobin (BAT) modell

- Baumol modell
  - Egyszerre veszi figyelembe a kereskedési és a használdozati költséget.
  - Alkalmas a cél cash állomány meghatározására.
  - Pufferként piacképes értékpapírokat használ.
- Mivel tranzakciós költségek minden olyan alkalommal felmerülnek, amikor a cash visszapótlására sor kerül, (pl. a piacképes értékpapírok eladásának közvetítői költségei) a kezdeti nagy cash egyenleg biztosítása csökkenti a vállalati pénzgazdálkodáshoz kapcsolódó kereskedési költségeket.
- Minél nagyobb az átlagos cash egyenleg, annál nagyobb a használdozati költség (az a megtérülés, amely a piacképes értékpapírokon realizálható lenne).

# A BAT-modell



# A pénzállomány tartási költségei - 2

- A probléma megoldásához a vállalatnak a következő három tényező hatását kell ismerni:
  - $F$  = a cash pótlásához eladandó értékpapírok fix költsége,
  - $T$  = a vonatkozó időszak tranzakcióihoz szükséges új cash forrás teljes összege,
  - $R$  = a pénztartás használdozati költsége; ez a piacképes értékpapírokon nyerhető kamat.
- A tényezők és a modell felhasználásával kialakítható az optimális pénzgazdálkodási gyakorlat.

# Baumol-Allais-Tobin (BAT) modell

haszonáldozati költség

$$\frac{C}{2} * R$$

forgalmi költség

$$\frac{T}{C} * F$$

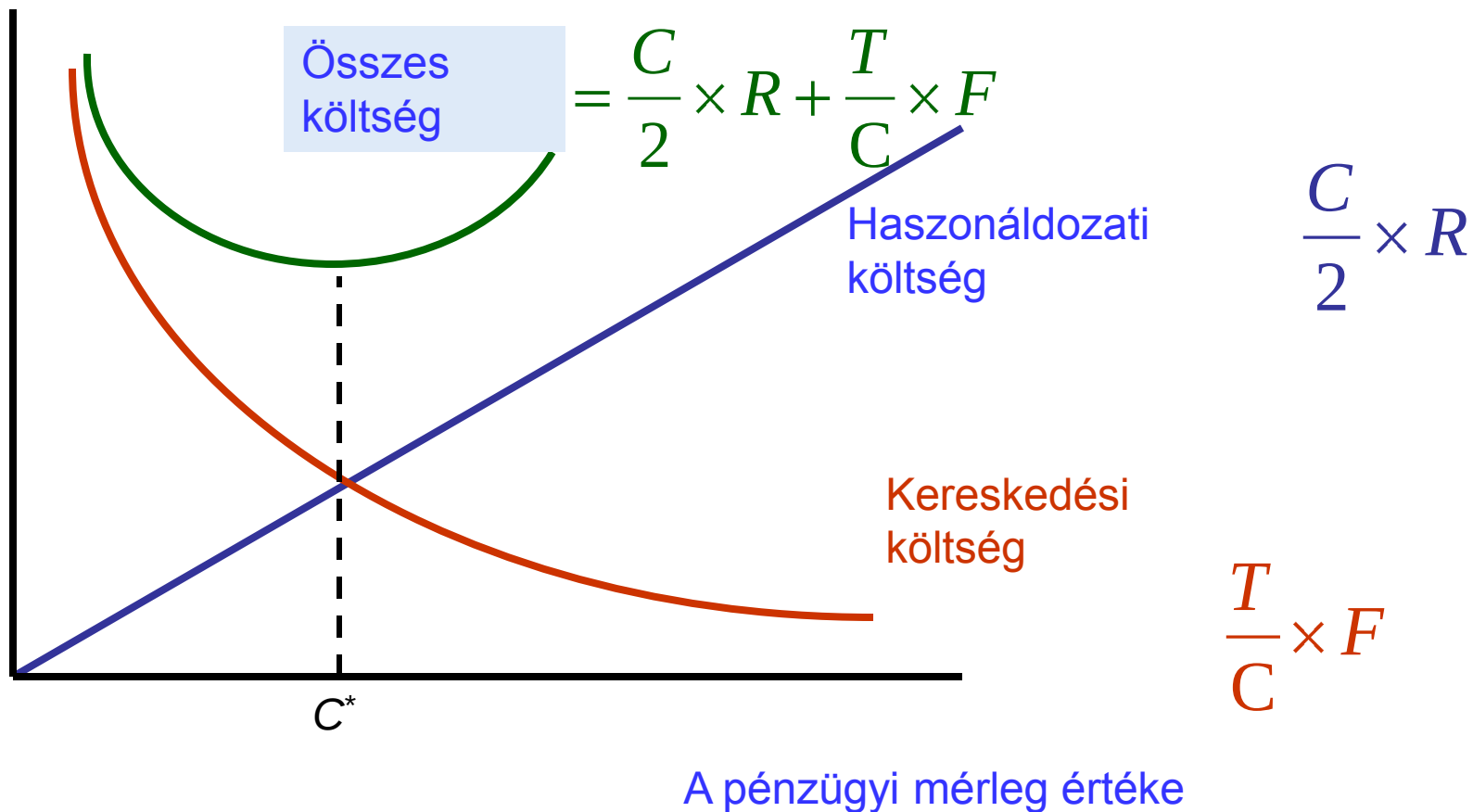
teljes költsége

$$\frac{C}{2} * R + \frac{T}{C} * F$$

- C - induló pénzügyi mérleg
- F - az értékpapí forgalom fix költsége
- T - a tranzakcióhoz szükséges új pénzmennyiség
- R - a pénz birtoklás haszonáldozati költsége



# BAT Modell: Optimális politika



# Minimális költség

- A pontos meghatározásához egyenlővé kell tenni a cash egyenleg növekedésével csökkenő marginális kereskedési költséget, a cash egyenleg növekedésével emelkedő marginális haszonáldozati költséggel
- A cél cash egyenleg annál a pontnál van, ahol a két költség tendencia éppen kiegyenlíti egymást.

# Optimális induló pénzügyi mérleg - BAT

használdozati költség = forgalmi költség

$$C = \sqrt{\frac{2 * T * F}{R}}$$

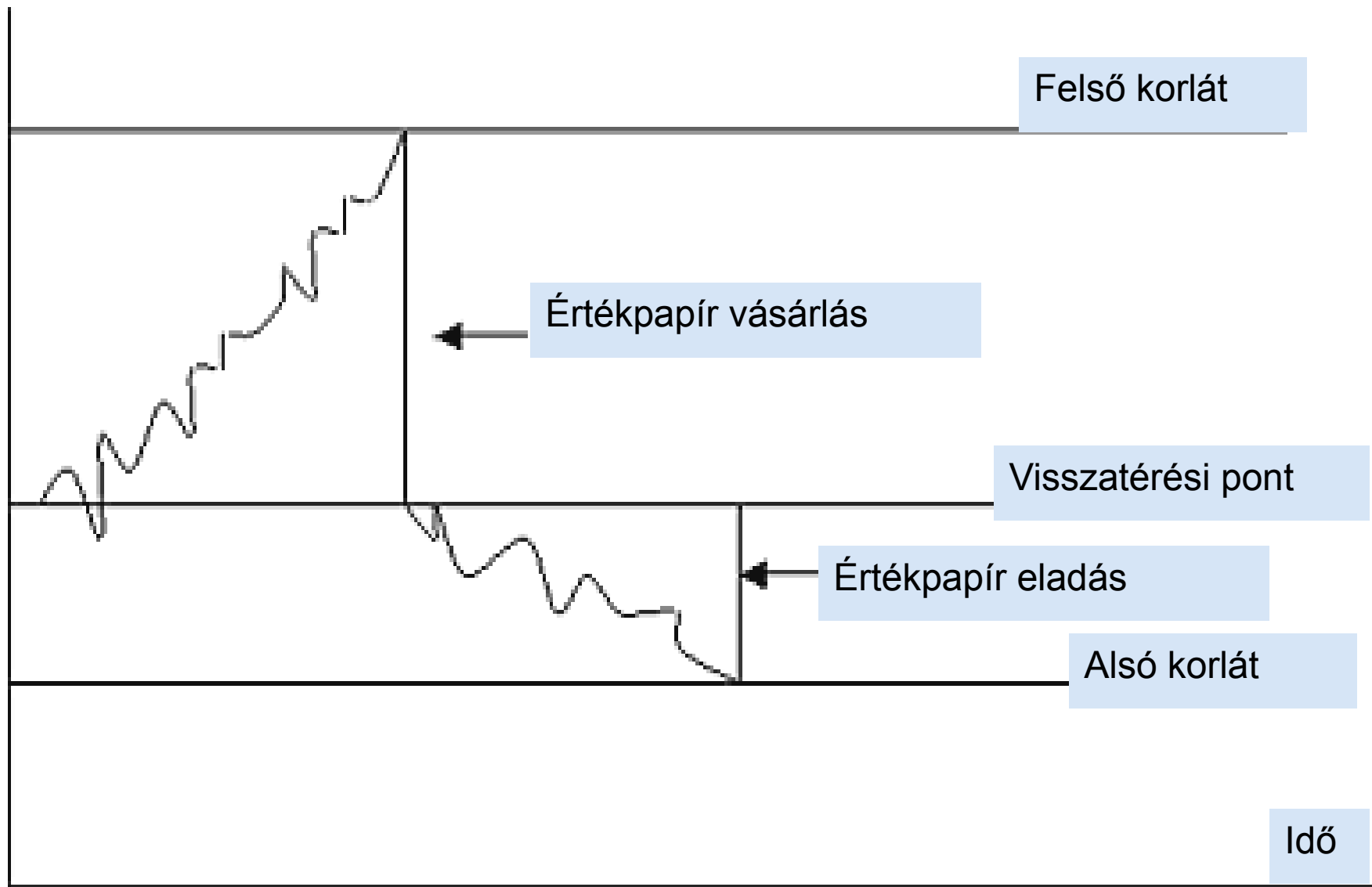
# A BAT modell korlátai

- A kifizetési ütem konstans.
- A tervezett időszak alatt nincsenek pénz beáramlások
- Nincsen biztonsági készlet.
- Diszkrét jelentkezésű és bizonyosan bekövetkező pénzáramokkal számol.

# Miller-Orr modell

- A naponként véletlenszerűen mozgó pénz be- és kiáramlás kezelésre jött létre.
- A napi nettó pénzáramlásokat normális eloszlásúaknak feltételezi.
- A naponkénti nettó pénzáram egyenlő lehet a saját várható értékével, de lehet annál nagyobb és alacsonyabb is.

# Miller - Orr Modell



# Miller-Orr modell - 3

- H – felső szabályozási határ
  - L – alsó szabályozási határ
  - Z – cél készpénz egyenleg
  - A határok távolsága
    - a pénzáram változékonyságának (variancia – szórás)
    - a tranzakciós költségek nagyságának
    - a kamat nagyságának
- függvénye

# Miller-Orr modell - 4

$$\text{Sávszélesség} = 3 \left( \frac{3}{4} \cdot \frac{\text{Tranzakciós költség} \times \text{cash flow variancia}}{\text{kamatráta}} \right)^{1/3}$$

$$\text{Visszatérési pont} = \text{alsó limit} + \frac{\text{Sávszélesség}}{3}$$



# Miller-Orr modell működése

Mindaddig, amíg a készpénz egyenleg a felső és az alsó határ között van a cég nem hajt végre semmilyen műveletet.

Ha az egyenleg eléri a felső határt, akkor a cég „H-Z” összegben értékpapírt vásárol.

Ha az egyenleg eléri az alsó határt, akkor a cég „Z-L” összegben értékpapírt ad el.

Mindkét előző esetben az egyenleg a Z szintre tér vissza.

# Miller-Orr modell működése - 2

Az alsó határt olyan szinten határozzák meg, amit még készpénz hiány esetén tolerálni képesek. Ez a szint egyfajta biztonsági pénzkészletnek is megfeleltethető.

Ez a modell is a kereskedési és a használdozati költségen alapszik.

A tranzakciós költséget itt is konstansnak tekintik.

A készpénz birtoklás használdozati költsége a piacképes értékpapír napi kamatrátája.

# Miller-Orr modell működése - 3

A periódusonkénti tranzakciók száma véletlenszerűen változik.

A periódusonkénti kereskedési költség a piacképes értékpapírokkal végrehajtott tranzakciók várható számának a függvénye.

A készpénztartás használdozati költsége az időszak várható készpénz egyenlegének a függvénye.

# Miller-Orr modell – cél készpénz egyenleg

$$Z^* = \sqrt[3]{3F\sigma^2 / 4K + L}$$

$$H^* = 3Z^* - 2L$$

$$\text{Átlagos cash egyenleg} = \frac{4Z - L}{3}$$

# Miller-Orr modell alkalmazása

Alsó szabályozási határ megállapítása (biztonsági sáv).

A napi pénzáramok szórásának, varianciájának becslése.

A kamatráta meghatározása.

Az értékpapír vételi és eladási tranzakciós költségének a becslése.

# VÁLLALKOZÁSOK FINANSZÍROZÁSA ÉS PÉNZÜGYI STRATÉGIÁK

5.

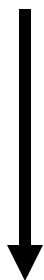
Dr. Tarnóczy Tíbor

DE

Gazdálkodástudományi és Vidékfejlesztési Kar

# Követelés menedzsment

Termék, szolgáltatás



fizetési halasztás engedélyezése

hitel nyújtás a vevőnek



KERESKEDELMI HITEL

# Miért nyújtanak a vállalatok hitelt?

- Versenytényező a hitelezési időszak hossza
- A vásárlói bizalom növelését is jelzi
- Hatással van az eredményre
- Finanszírozási problémát jelenthet
- Költséggel jár



# A hitelpolitika kulcsterületei

1. hitel feltételek megállapítása,
2. hitel nyújtása bizonyos vásárlóknak,
3. a fizetések figyelemmel kísérése és a beszédések végrehajtása,
4. biztosítani a cég követelésekbe történt befektetései elfogadható szintjét.

# Hitelpolitika komponensei

- értékesítési szabályok,
- hitelelemzés,
- beszédési politika.

# Készpénzfizetési kedvezmény

4/10 nettó 60

fizetési határidő 60 nap (hitelezési időszak)

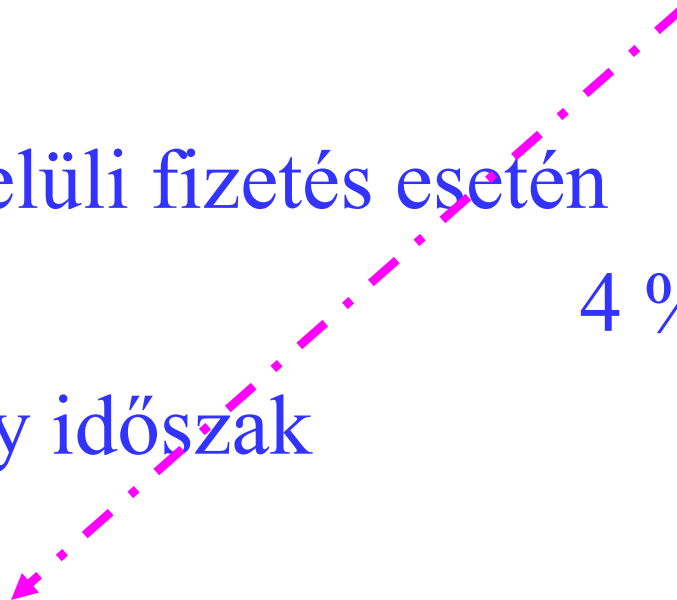
10 napon belüli fizetés esetén

kedvezmény időszak

vevő pénzciklusa

4 % kedvezmény

működési ciklusunk



# Készpénzfizetési kedvezmény igénybevétele

4/10 nettó 60

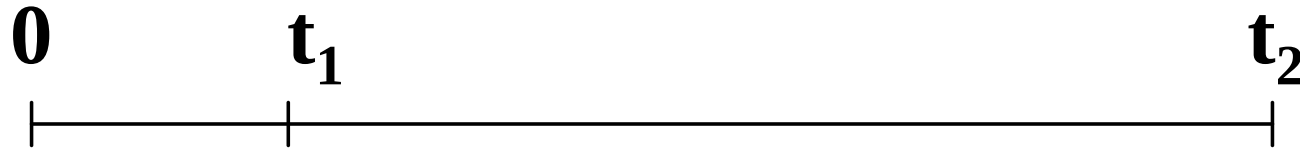
igénybe veszi a kedvezményt

50 nappal korábbi kifizetés

éves alapon számolva ez

$$\frac{4}{50} * 360 = 28.8\%$$

# Készpénzfizetési kedvezmény hatásának számítása



$$\frac{d}{(1 - \frac{d}{100})} * \frac{360}{(t_2 - t_1)} \% / \text{év}$$

d - a készpénzfizetési kedvezmény %-ban

t<sub>1</sub> - készpénzfizetési kedvezmény napjai

t<sub>2</sub> - hitelezési időszak hossza

$$\frac{4}{(1 - 0.04)} * \frac{360}{60 - 10} = 30.0\%$$

# Beszédési időszak változása

- nettó 60 napos értékesítési szabály
- átlagos beszédési időszak 70 nap
- 4/10 nettó 60-as hitelezési szabály javaslat
- a vásárlók 40 %-a 10. napon fizet
- az új beszédési időszak:
  - $0.4 * 10 + 0.6 * 70 = 46$  nap
- az átlagos napi értékesítés 1 000 000 Ft
- a követelések
- 70 000 000 Ft  46 000 000 Ft

# Hitelelemzés információi

- A vásárlónak a céggel kapcsolatos fizetési előtörténete.
- Pénzügyi jelentések.
- Referenciák.
- Publikált jelentések.

# Hitelezés 5 C-je

- Minősítés (character): A hitelképesség sohasem jobb, mint a mögötte álló emberek.
- Kapacitás (capacity): Eleget tud-e tenni a működési pénzáramlásából a hitel kötelezettségeinek.
- Tőke (capital): A vásárló pénzügyi erőssége.
- Biztosíték (collateral): Ritka az eladók esetében.
- Feltételek (conditions)



# Hitelpolitika változásának értékelése 1.

Jelenlegi hitelpolitika alatti pénzáramlás

$$(p - v) * q$$

Új hitelpolitika alatti pénzáramlás

$$(p - v) * q'$$

$p$  = egységenkénti értékesítési ár

$v$  = egységenkénti változó költség

$q$  = jelenlegi hitel politika mellett értékesített mennyiség

$q'$  = új hitel politika mellett értékesített mennyiség

# Hitelpolitika változásának értékelése 2.

Állandó költségekhez történő növekvő hozzájárulás

$$(p - v) * (q' - q)$$

Átlagos hitelezési időszak

$$n * t_1 + (1 - n) * t_2$$

$t_1$  = hitelezési időszak az új hitelpolitika mellett

$t_2$  = hitelezési időszak az jelenlegi hitelpolitika mellett

$n$  = az új hitelezést igénybevevők százaléka

# Követelések finanszírozási költsége

Jelenlegi

$$t_2 * (p * q) * \frac{r}{365}$$

Új

$$[n * t_1 + (1 - n) * t_2] * (p * q) * \frac{r}{365}$$

$r$  = a cég tőke költsége

# Nem fizetés költsége

$$b * v * q'$$

b - beszédetlenné vált hitelek százaléka

# A kialakított új hitelpolitika nettó előnye

Fedezeti hozzájárulás változás -

(követelések finanszírozása<sup>új</sup> -

követelések finanszírozása<sup>jelenlegi</sup>) -

beszedetlen követelések költsége

# Tőkeszerkezet

- A vállalat elsődleges forrása a saját eszközei által termelt pénzáramlás.
- Teljesen részvényből finanszírozott → a teljes pénzáram a részvényeseké
- Idegen forrás bevonása → pénzáramlást ketté kell választani
- Tőkeszerkezet milyensége -> olyan kombináció, amely maximálja a teljes piaci értéket és a részvényesi vagyont

# Modigliani & Miller 1.

## Van 2 vállalat, melyikbe fektessünk?

## A: adósság nélküli cég

## B: adóssággal is rendelkező cég

- A: 1 % részvény (1 % V)                  1 % profit
- B: 1 % részvény                              1 % (profit-kamat)
- 1 % kötvény                             1 % kamat

$$1 \% (D + E) = 1 \% V$$

- A tőkeáttételes cég értéke egyenlő a tőkeáttétel nélküli cég értékével.

# Modigliani & Miller 2.

- Csak részvényt vásárolunk a B cégből
- B: 1 % részvény 1 % (profit-kamat)  
(1 %  $[V_B - D_B]$ )
- Kölcsön felvétel (1 % D)
- A: 1 % részvény  
(1 %  $[V_A - D_B]$ ) 1 % (profit - kamat)
- Ugyanaz az eredmény - a két befektetés költsége megegyezik



# Modigliani & Miller 3.

- Bármely cég piaci értéke független annak tőkeszerkezetétől.
- az érték megmaradásának törvénye
  - olyan sok részre bonthatunk egy pénzáramlást, amennyire csak akarunk, a szétválasztott részek értékeinek összege mindig egyenlő lesz az együttes pénzáramlás értékével

# Modigliani & Miller 4.

- Az eszköz értéke megmarad függetlenül a mögötte lévő fedezettől.
- Az eszközök kombinációja és szétválasztása mindaddig nem hat az értékre, amíg ezek nem befolyásolják a befektető választását.
- A vállalati tőkeszerkezet bármilyen változása “visszacsinálható”.
- Valóság - vállalati adósság nem kockázatmentes

# Megtérülési várakozások és a tőkeszükséglet összehangolása

- A cég alapításakor át kell gondolni, hogy a vállalkozás beindításához mennyi tőkére van szükség, ebből mennyi áll rendelkezésre és honnan szerezhető be a hiányzó tőke.
- Előzetesen meg kell határozni azt, hogy a társaság működtetésére szánt tőke és a vállalkozás beindítás ára és működtetésére fordítandó tevékenység alapján mekkora megtérülést kíván elérni.

# Finanszírozás megoldhatósága

- Különbséget kell tennünk a saját és idegen tőke szerzése, mint alternatíva között.
- Először az eredménykimutatást "alulról,, kezdjük el felépíteni, majd ki kell számolnunk az ÜTE-t, ez lesz az **elvárt ÜTE**.
- Ezután "felülről,, indulunk ki, majd ismét ki kell számolnunk az ÜTE-t. Ez lesz a **piacon realizálható ÜTE**.

# Finanszírozás megoldhatósága

- Kérdés: a finanszírozás megoldható-e?
- Ennek szükséges és elégséges feltétele:

$$\text{Elvárt ÜTE} \leq \text{Piacon realizálható ÜTE}$$

- A számoláshoz szükséges adatok:
  - előzetes tőkeigény (C), ebből
  - a rendelkezésre álló saját tőke (E),
  - a külső tőkeigény (E és D),
  - a jelenlegi és az új tulajdonosok elvart megtérülési rátája,
  - a bruttó értékesítési árbevétel (1. értékgenerátor),
  - a működési profithányad (2. értékgenerátor),
  - az ÁFA-kulcs.

# Példa 1-1.

- Előzetes tőkeigény: 30 millió forint, ebből a rendelkezésre álló saját tőke: 10 millió forint. A jelenlegi tulajdonosok elvárt megtérülési rátája 30%.
- A külső tőkeigény: 20 millió forint.
- A társaság 2 lehetőség közül választhat:
  - A külső tőkét tulajdonostárs biztosítja. Az elvárt megtérülési ráta 50%.
  - A külső tőke szerzése 5 éves lejáratú hitel felvételével történik. A türelmi idő: 1 év. A kamatrátája: 20%. A kezelési költség az évelejen fennálló tőke 1 %-a. Hitelbírálati díj a hitel összegének 1 %-a. A tőketörlesztés 4 egyenlő részletben történik az év utolsó napján.

## Példa 1-2.

- A bruttó értékesítési árbevétel alakulása az előző 2 lehetőséget tekintve:
  - A következő 3 évben: minimum 120 millió forint, maximum 150 millió forint.
  - A következő 5 évben: 120, 135, 150, 150, 150 millió forint.

# Példa 1-3.

- Feltevések a tervezés időtartamára:
  - Mindkét esetben a tulajdonosok a befektetett saját tőke után az elvárt megtérülést osztalékként ki akarják venni, az eredménytartalék = 0.
  - Az osztalékadó mértéke 20%, az osztalékadó alapja a kifizetett osztalék, amelyből a kifizetőnek le kell vonni az osztalékadót.
  - Nem számolunk rendkívüli eredménnyel.
  - Az ÁFA-kulcs 25%-os.
  - A működési jövedelmezőségi hányad( $\text{ÜTE}/\text{Nettó árbevétel}$ ): 21%.



# Példa 1-3.

- Követelmény:
  - A mérleg szerinti eredménynek olyan nagyságrendűnek kell lenni, hogy az fedezetet nyújtson a tárgyévi tőketörlesztési kötelezettség teljesítésére.
  - A vállalkozás nem lehet veszteséges.
- Vizsgáljuk meg a közölt két esetre azt, hogy vajon a finanszírozás megoldható-e?

# Példa 1 – Saját finanszírozás - 1.

- Az 1. lépésében a meglevő és az új tulajdonosok súlyozott átlagos megtérülését számoljuk ki.

$$\text{Átl. elvárt megt. ráta} = \frac{\text{Rend. álló sajáttőke} \cdot \text{Elvárt megt. ráta} + \text{Elvárt megt. ráta}}{\text{Előzetes tőkeigény}},$$

$$\text{Átlagosan elvárt megtérülés} = \frac{10\,000\,000 \cdot 30\% + 20\,000\,000 \cdot 50\%}{30\,000\,000} = 43,33\%,$$

$$\text{Átlagosan elvárt megtérülés} = 30\,000\,000 \cdot 0,4333 = 13\,000\,000 \text{ forint.}$$

# Példa 1 – Saját finanszírozás - 2.

- A mérleg szerinti eredmény értéke nulla, mivel a vállalkozás nem lehet veszteséges.

$$\text{Fizetett osztalék} = \frac{13\,000\,000}{1 - 0,2} = \mathbf{16\,250\,000 \text{ forint}},$$

$$\text{Adózott eredmény (EAT)} = \text{Fizetett osztalék},$$

$$\begin{aligned} \text{Adózás előtti eredmény (EBT)} &= \frac{\text{Adózott eredmény}}{1 - \text{Társasági adóráta}} = \frac{16\,250\,000}{1 - 0,18} = \\ &= \mathbf{19\,817\,000 \text{ forint.}} \end{aligned}$$

# Az elvárt ÜTE meghatározása saját finanszírozás esetére

| Megnevezés                                              | 1. év         | 2. év         | 3. év         |
|---------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>A. ELVÁRT EBIT</b>                                   | <b>19,817</b> | <b>19,817</b> | <b>19,817</b> |
| VIII. PÉNZÜGYI MŰVELETEK BEVÉTELEI                      | 0             | 0             | 0             |
| IX. PÉNZÜGYI MŰVELETEK RÁFORDÍTÁSAI                     | 0             | 0             | 0             |
| <b>B. PÉNZÜGYI MŰVELETEK EREDMÉNYE</b>                  |               |               |               |
| <b>C. SZOKÁSOS VÁLLALKOZÁSI EREDMÉNY</b>                | <b>19,817</b> | <b>19,817</b> | <b>19,817</b> |
| <b>D. RENDKÍVÜLI EREDMÉNY</b>                           | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>E. ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY</b>                        | <b>19,817</b> | <b>19,817</b> | <b>19,817</b> |
| XIII. ADÓFIZETÉSI KÖTELEZETTSÉG                         | 3,567         | 3,567         | 3,567         |
| <b>F. ADÓZOTT EREDMÉNY</b>                              | <b>16,25</b>  | <b>16,25</b>  | <b>16,25</b>  |
| Eredménytartalék igénybevétele osztalékra, részesedésre | 0             | 0             | 0             |
| Fizetett (jóváhagyott) osztalék és részesedés           | 16,25         | 16,25         | 16,25         |
| <b>G. MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY</b>                      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |

# Példa 1 – Vegyes finanszírozás - 1.

- A 20 millió forint hitel visszafizetésének ütemezése

| Megnevezés                  | 1. év | 2. év | 3. év | 4. év | 5. év |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Törlesztés                  | 0     | 5,0   | 5,00  | 5,0   | 5,00  |
| Pü. műv. ráfordításai       |       |       |       |       |       |
| Kamat                       | 4,0   | 4,0   | 3,00  | 2,0   | 1,00  |
| Kezelési költség            | 0,2   | 0,2   | 0,15  | 0,1   | 0,05  |
| Hitelbírálati díj           | 0,2   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Összes pü. műv. ráfordítása | 4,4   | 4,2   | 3,15  | 2,1   | 1,05  |

# Példa 1 – Vegyes finanszírozás - 2.

- az átlagosan elvárt megtérülés nagyságát csak a rendelkezésre álló saját tőkére kell értelmezni, mivel a hitelezők felé történő kifizetések rögzített kötelezettségek

Átlagosan elvárt megtérülés =

Előzetes tőkeigény \* Átlagosan elvárt megtérülési ráta

$$\text{Fizetett osztalék} = \frac{3\,000\,000}{1 - 0,2} = \mathbf{3\,750\,000 \text{ forint.}}$$

Adózott eredmény = Mérlegszerinti eredmény + Osztalék

mivel a mérleg szerinti eredmény  $\geq$  éves tőketörlesztési kötelezettség.

# Példa 1 – Vegyes finanszírozás - 3.

- Elvárt ÜTE = Adózás előtti eredmény +  
Pénzügyi műveletek ráfordításai.
- Az elvárt ÜTE meghatározása vegyes finanszírozás esetén

| Megnevezés                                              | 1. év   | 2. év   | 3. év   | 4. év   | 5. év   |
|---------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| A. ELVÁRT EBIT                                          | 8,973   | 14,871  | 13,821  | 12,771  | 11,721  |
| VIII. PÉNZÜGYI MŰVELETEK BEVÉTELEI                      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| IX. PÉNZÜGYI MŰVELETEK RÁFORDÍTÁSAI                     | 4,400   | 4,200   | 3,150   | 2,100   | 1,050   |
| B. PÉNZÜGYI MŰVELETEK EREDMÉNYE                         | - 4,400 | - 4,200 | - 3,150 | - 2,100 | - 1,050 |
| C. SZOKÁSOS VÁLLALKOZÁSI EREDMÉNY                       | 4,573   | 10,671  | 10,671  | 10,671  | 10,671  |
| D. RENDKÍVÜLI EREDMÉNY                                  | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| E. ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY                               | 4,573   | 10,671  | 10,671  | 10,671  | 10,671  |
| XIII. ADÓFIZETÉSI KÖTELEZETTSÉG                         | 0,823   | 1,921   | 1,921   | 1,921   | 1,921   |
| F. ADÓZOTT EREDMÉNY                                     | 3,750   | 8,750   | 8,750   | 8,750   | 8,750   |
| Eredménytartalék igénybevétele osztalékra, részesedésre | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| Fizetett (jövőbeli) osztalék és részesedés              | 3,750   | 3,750   | 3,750   | 3,750   | 3,750   |
| G. MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY                             | 0       | 5,000   | 5,000   | 5,000   | 5,000   |

# A piacon realizálható értékesítés üzemi/üzleti tevékenység eredményének meghatározása

- A piacon realizálható ÜTE nagyságához a tervezett bruttó értékesítési árbevételből indulunk ki és figyelembe véve az ÁFA és működési jövedelemhányad (ÜTE/Nettó Árbevétel) tervezett nagyságát, megkapjuk a keresett értéket.
- Saját finanszírozás esete
  - Elég a bruttó értékesítési árbevétel minimális, 120 millió forintos nagyságából kiindulni, mert ha e mellett teljesülnek az elvárások, akkor ezt a finanszírozási alternatívát érdemes megvalósítani.



# Példa -1 - Saját finanszírozás – 1.

$$\begin{aligned}\text{Nettó értékesítési árbevétel} &= \frac{\text{Bruttó értékesítési árbevétel}}{1 + \text{ÁFA}} = \\ &= \frac{120\,000\,000}{1,25} = \mathbf{96\,000\,000 \text{ forint}},\end{aligned}$$

**Realizálható EBIT** = Nettó értékesítési árbevétel · Működési profithányad,

**Realizálható EBIT** = 96 000 000 · 0,21 = **20 160 000 forint.**

| Megnevezés                      | 1. év | 2. év | 3. év |
|---------------------------------|-------|-------|-------|
| 1. ÉRTÉKESÍTÉS NETTÓ ÁRBEVÉTELE | 96,00 | 96,00 | 96,00 |
| A. PIACON REALIZÁLHATÓ EBIT     | 20,16 | 20,16 | 20,16 |

# Példa 1 – Saját finanszírozás - 2.

- Ha egybevetjük az elvárt ÜTE (19,817 millió forint) és a piacon realizálható ÜTE (20,16 millió forint) nagyságát, valamint figyelembe vesszük azt a kritériumot, hogy  $19,817 < 20,16$ , akkor arra a következtetésre jutunk, hogy az 1. lehetőséget érdemes megvalósítani. Tehát piaci oldalról "fedezve" van a tulajdonosok elvárása.

# Példa 1 – Vegyes finanszírozás - 1.

- Változnak a bruttó értékesítési árbevétel 5 évre tervezett adatai, de a működési profithányad nagysága változatlan. Az 1. évre vonatkozó számítás megegyezik a saját finanszírozás esetével.

$$\begin{aligned}\text{Nettó értékesítési árbevétel} &= \frac{\text{Bruttó értékesítési árbevétel}}{1 + \text{ÁFA}} = \\ &= \frac{120\,000\,000}{1,25} = \mathbf{96\,000\,000 \text{ forint}},\end{aligned}$$

**Realizálható EBIT** = Nettó értékesítési árbevétel · Működési profithányad,

**Realizálható EBIT** = 96 000 000 · 0,21 = **20 160 000 forint.**

# A piacon realizálható értékesítés üzemi/üzleti tevékenység eredményének meghatározása

| Megnevezés                      | 1. év | 2. év | 3. év | 4. év | 5. év |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| I. ÉRTÉKESÍTÉS NETTÓ ÁRBEVÉTELE | 96,00 | 108   | 120,0 | 120,0 | 120,0 |
| A. PIACON REALIZÁLHATÓ EBIT     | 20,16 | 22,68 | 25,2  | 25,2  | 25,2  |

# A piacon realizálható és elvárt ÜTE összehasonlítása

| Megnevezés                  | 1. év  | 2. év  | 3. év  | 4. év  | 5. év  |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Saját finanszírozás</b>  |        |        |        |        |        |
| A. PIACON REALIZÁLHATÓ EBIT | 20,160 | 20,160 | 20,160 |        |        |
| A. ELVÁRT EBIT              | 19,817 | 19,817 | 19,817 |        |        |
| <b>Vegyes finanszírozás</b> |        |        |        |        |        |
| A. PIACON REALIZÁLHATÓ EBIT | 20,160 | 22,680 | 25,200 | 25,200 | 25,200 |
| A. ELVÁRT EBIT              | 8,973  | 14,871 | 13,821 | 12,771 | 11,721 |

# Optimális tőkeszerkezet

Az MM modell továbbfejlesztésében a szerzők beépítik a hitelfelvétel adócsökkentő hatását (ezzel elismerik, hogy a hitelfelvétel növeli a vállalat értékét). Az áttételes vállalat értéke egyenlő lesz az áttétel nélküli vállalat értéke (reáleszközök működtetésének hozama) és a hitelek várható adómegetakarító hatásának jelenértékével:

$$V_L = V_U + T_C \cdot D$$

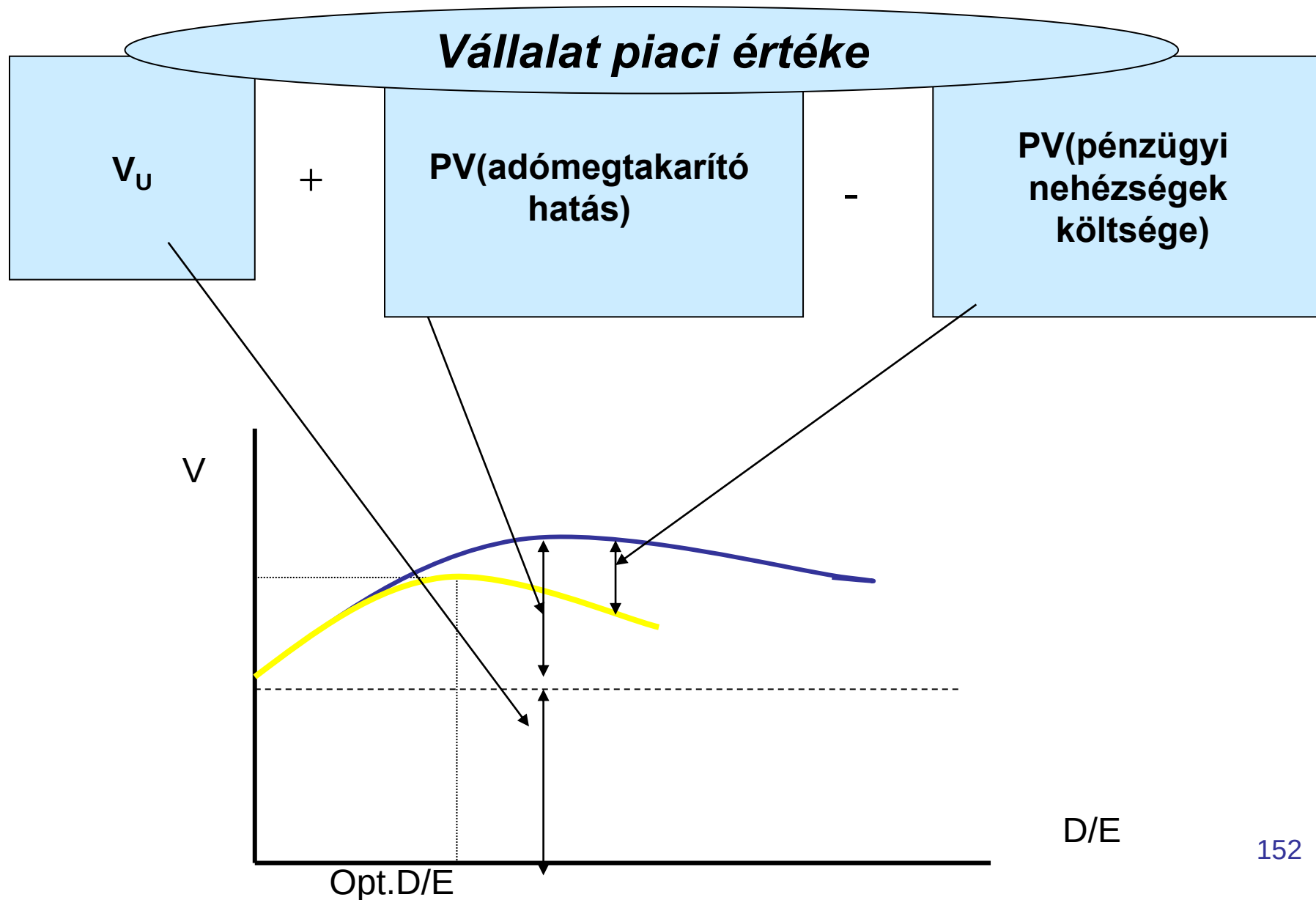
Az MM tételek jelentősége abban van, hogy először irányították rá a figyelmet arra, hogy a vállalat alapvetően a befektetési döntései révén képes a vállalat értékét növelni, ez határozza meg a forrást biztosítók pénzáramát.

# Optimális tőkeszerkezet

Az áttétel nélküli vállalat értékét módosítja az adómegetakarító hatás jelenértéke ( $T_C \cdot D$ ) és a pénzügyi nehézségek költségeinek jelenértéke (FD, financial distress). Az áttételes vállalat értéke:

$$V_L = V_U + [T_C \cdot D - FD]$$

# Optimális D/E arány





# Tőkeszerkezeti döntések gyakorlata

- **Tőkepiacok fejlettsége, speciális ország tényezők**

A vállalati eladósodottság mértékében különbséget találunk az egyes országok között. A kiterjedt tőkepiaccal rendelkező angolszász országokban például a bankhitelek jelentősége sokkal kisebb, mint a tradicionálisan bankokhoz kötődő német vállalatoknál.

- **Vállalati jövedelmezőség**

Azok a vállalatok, amelyek magas és állandó jövedelemmel rendelkeznek, elvileg nagyobb áttételt vállalhatnak, mert a pénzügyi nehézségek bekövetkeztének valószínűsége sokkal kisebb. Ennek ellenére USA vállalataira vonatkozóan azt tapasztalták, hogy a magas jövedelmezőségű vállalatok relatíve alacsony adósságállománnyal rendelkeznek.

# Tőkeszerkezeti döntések gyakorlata

- **Az eszközök jellemzői és üzleti kockázat**

A jelentős tárgyi eszköz értékkel rendelkező cégek eladósodottsága relatíve nagyobb, mint a nagy immateriális eszközállománnyal rendelkező cégeké.

- **Menedzsment motiváció**

Nagy részvénytársaságoknál a vállalati vezetés és a részvényesek közötti képviseleti kérdések és aszimmetrikus információk is hatással vannak a vállalat hitelfelvételi politikájára. A vállalatvezetők saját egyéni érdeküket követve, gyakran akkor sem vesznek fel több hitelt, ha a vállalat elegendő adóalappal rendelkezik.

Menedzsment motivációhoz kapcsolható a **források hierarchia elmélete**, mely szerint a pénzügyi vezetők a forrásokat meghatározott sorrend szerint vonják be.

# Hierarchia elmélet

**Kiindulópontja:  
Aszimmetrikus információk**

**Források hierarchiája:**

- 1. Belső finanszírozás**
- 2. Külső finanszírozási források**
  - 2/1. Hitel ( kötvény, átváltható kötvény)**
  - 2/2. Részvény**

# Hierarchia elmélet

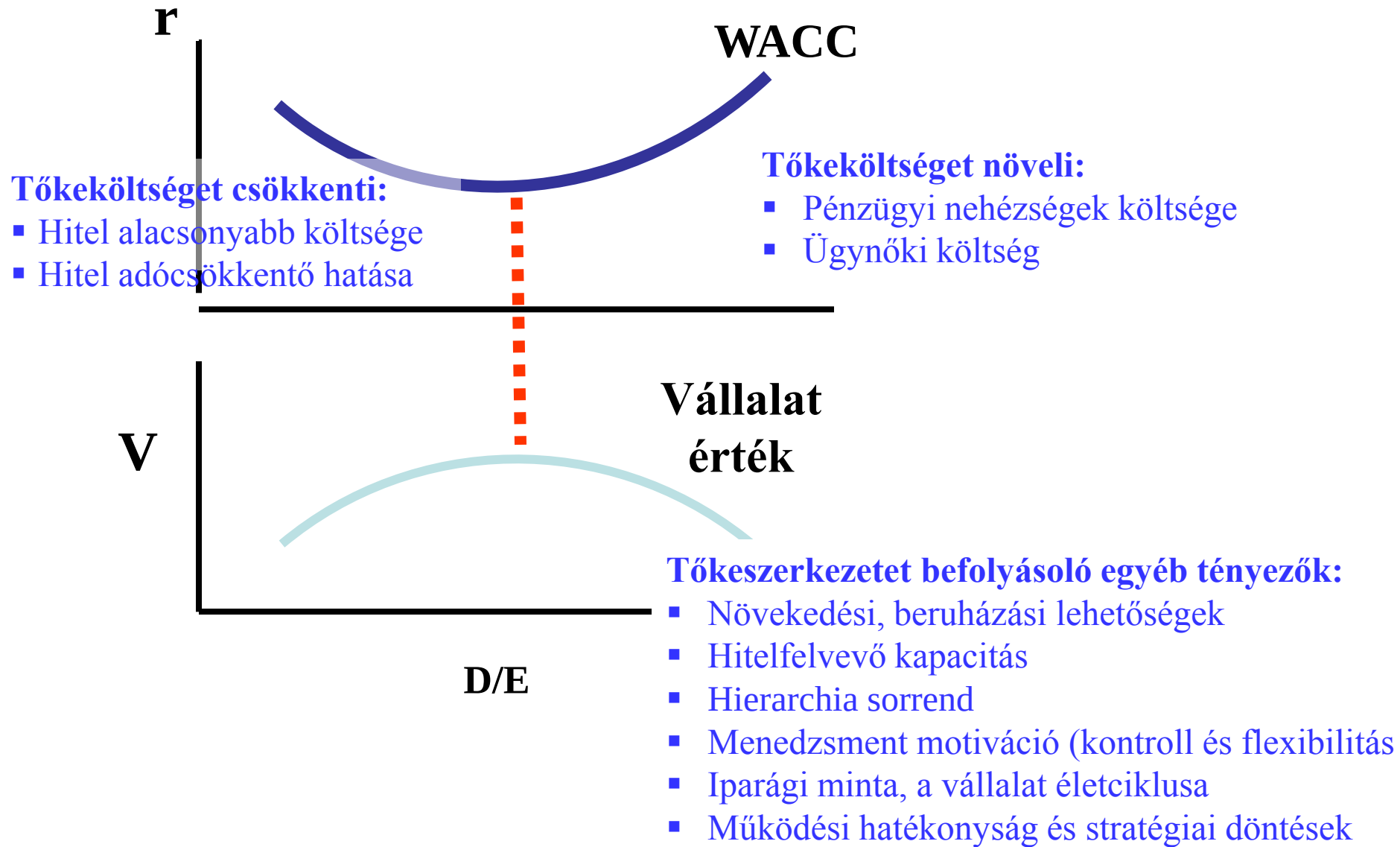
**Választ ad**

- A legjövödelmezőbb vállalatok alacsony D/E arányára
- Az érett vállalatok D/E arányának növekedésére

**Nem ad választ**

- Az ágazati eltérésekre

# Tőkeszerkezeti döntések



# A tőkepiac szerepe a vállalati finanszírozásban

- A monetáris konvergencia-folyamat végigvitele.
- Ütemes gazdasági növekedés, és ezen belül a hazai megtakarítások jelentős bővülése.
- A piacérettség tekintetében jelentős lehet a hitelminősítés gyakorlatának elterjesztése, bár ez nagyrészt kereskedelmi funkció, amelyet elsősorban a piac logikája irányít.
- A nemzetközi tőzsdeintegráció a budapesti tőzsdét pénzügyi, technológiai tekintetben jelentősen erősítheti.
- A szabályozás mértékének, szorosságának enyhítése.

# A tulajdonosi (saját) tőkével kapcsolatos mérlegelési módok

- Új tulajdonos belépése
- Új törzsrésztvényes belépése
- Hogyan határozzák meg az új tulajdonos (tag) "belépési árát", azaz mekkora árat fizessen a cégnek?
- Mekkora legyen az új tag részesedése?

# Belépési ár meghatározása – 1. példa

- A "GHJ" magáncég egy új partner bevonását tervezi a vállalkozásba.
- A cég vezetője (I.) a munka terhét meg szeretné osztani az új taggal (II).
- A jövőbeni éves többlet pénzáram 5 000 000 Ft, amelyből az új tulajdonos fele arányban részesedik, ezáltal megkapja az összes jövőbeni többlet pénzáram felét.
- Mekkora árat kell legalább követelni az eddigi tulajdonosnak akkor, ha meg akarja tartani pénzügyi pozícióját?



# Belépési ár meghatározása – 1. példa

- Meghatározni az eddigi tulajdonos szempontjából az  $MP(I)$  határárát.
- Mekkora jövőbeni többlet pénzáramról mond le a II. tulajdonos bevonásával és milyen magas az a  $k(I)$  befektetési kamatrátá, amely mellett legjobb az alternatív befektetés.
- I. lemond évente 2 500 000 Ft-ról, és számára a legkedvezőbb befektetési kamatrátá  $k(I) = 10\%$ .
- Az  $MP(I)$  határár  $= 2,5/0,1 = 25$  MFt, ha sikerül I-nek az új tulajdonost (II) meggyőzni arról, hogy a cég jövőbeni éves többlet pénzárama 5 000 000 Ft.

# Belépési ár meghatározása – 1. példa

- A II. tulajdonos számára a legjobb befektetési kamatrátát  $k(II) = 6\%$ , így az  $MP(II)$  határár  $= 2,5/0,06 = 41,67$  MFt.
- A határár maximális nagysága 41,67 MFt, s ekkor 5 MFt az éves várható többlet pénzáram.
- II. készen áll arra, hogy fizessen akkor, ha I megköveteli azt, hogy  $MP(I) < MP(II)$ .
- Létezik egy egyezkedési terület, ami a mindenkori határárra vonatkozik.
- A II. tulajdonos belépési árának meghatározása függ mindkét fél egyezkedési képességétől.

# Belépési ár meghatározása – 1. példa

- Tételezzük fel, hogy az alkalmas belépési ár 38 MFt.
- Az I. tulajdonos számára ez a pénzügyi pozíciója javulását jelenti. Elér 2.5 MFt-ot és magánbefektetésből  $38 \cdot 0.1 = 3.8$  MFt-ot, összesen 6.3 MFt-ot, amit 1.3 MFt-tal több, mint az eredeti esetben.
- II. tulajdonosnak is megéri elfogadni a 38 MFt-os ajánlatot, mert  $k(\text{II}) = 6\%$  mellett, 41.67 MFt befektetés esetén kapná meg a 2.5 MFt-ot.
- A  $41.67 - 38 = 3.67$  MFt különbözetet 6 %-os kamatrátával befektetheti, és összesen évente 2.7202 MFt ér el.

# Belépési ár meghatározása – 2. példa

- I. bővíti vállalkozását a II. résztulajdonos bevonásával.
- Bővítés előtt a jövőbeni éves többlet pénzáram 5 MFt, bővítés után 8.6 MFt.
- A vállalkozás bővítésének pótlólagos tőkeigénye 15 MFt.
- Az a legkisebb belépési ár, amelyet az I. tulajdonosnak meg kell követelnie, függ saját célkitűzésétől.
- Erre három lehetőséget veszünk számításba.

# Belépési ár meghatározása – 2. példa/1

- I. megtartja eddigi 5 MFt-os bevételi pozícióját, de nincsen saját tőkéje a bővítés finanszírozásához.
- Készen áll arra, hogy II. tulajdonost 3.6 MFt pótlólagos pénzáram biztosítása fejében, 15 MFt ellenérték teljesítésévei, bevonja társnak.
- II. résztulajdonos elért megtérülése  $3.6/15 = 0.24$ , vagyis 24 %-os, amivel jobban járna, mint a  $k(II) = 6$  %-os alternatíva esetén.
- A részesedési arányok I-nél  $5/8.6 = 0.5814$ , miközben II-nél  $3.6/8.6 = 0.4186$ .

# Belépési ár meghatározása – 2. példa/2

- Az I. tulajdonos kész arra, hogy a többlet pénzáramot megossza a bővítés után.
- A II. társnak ki kell fizetni 15 MFt-ot és akkor évente a 8.6 MFt felét, 4.3 MFt-ot kap.
- II. megtérülése  $4.3/15 = 0.2866$ , ami meghaladja I. 1. célkitűzését, bár bevételi pozíciója 5 MFt-ról 4.3 MFt-ra csökken.
- Meg kell fontolni I. döntését, ha a vállalkozást bővíteni kényszerül, és ha nem teszi meg, a cég túlélési lehetősége csökken és nem léteznek más alternatív finanszírozási lehetőségek.
- Az is lehetséges, hogy I. kevesebbet kíván dolgozni, és ennek ára a csekélyebb többlet pénzáram.

# Belépési ár meghatározása – 2. példa/3

- I. kínál II-nek 50%-os részesedést és megköveteli belépési árként saját  $MP(I)$  határárát.
- I. bevételi pozíciója 8.6 MFt fele, azaz 4 300 forint, amit  $k(l) = 10$  %-os kamatrátával 4.3 MFt-ra értékel. Tehát I. 43 MFt belépési árat követel.

# Új tag részesedése – példa

- Az létesítő okiratban meg kell állapodni az új tag nyereségrészesedésének nagyságáról is. Az új tulajdonos belépésénél a saját tőke aránya akkora amekkora a részesedési aránya a nyereségből vagy többlet pénzáramból.
- Vizsgáljuk meg az előző, példában közölt három célkitűzés mellett, hogyan alakul az II. új tag részesedési aránya!



# Mérleg az új tag belépése előtt – példa/1

| Eszközök             |    | Források        |    |
|----------------------|----|-----------------|----|
| Befektetett eszközök | 13 | Saját tőke      | 10 |
| Forgóeszközök        | 12 | Kötelezettségek | 17 |
| Pénzeszközök         | 2  |                 |    |
| Összesen             | 27 | Összesen        | 27 |

- Az 1. célkitűzés szerint a II. tag  $3.6/8.6 = 0.4186$ , azaz 41.86%-ban részesedik a többlet pénzáramból, így a saját tőke hányada  $10 \cdot 41.86/58.14 = 7.2$  millió forint.
- Az éves többlet pénzáram 8.6 MFt, és ezt a  $10/7.2$  sajáttőke-arány szerint kell felosztani.

# Mérleg az új tag belépése után – példa/1

| Eszközök             |           | Források        |             |
|----------------------|-----------|-----------------|-------------|
| Befektetett eszközök | 13        | Saját tőke (I)  | 10,0        |
| Forgóeszközök        | 12        | Saját tőke (II) | 7,2         |
| Pénzeszközök         | 17        | Tartalékok      | 7,8         |
|                      |           | Kötelezettségek | 17,0        |
| <b>Összesen</b>      | <b>42</b> | <b>Összesen</b> | <b>42,0</b> |

- Az 1. célkitűzés szerint a II. tag  $3.6/8.6 = 0.4186$ , azaz 41.86%-ban részesedik a többlet pénzáramból, így a saját tőke hányada  $10 \cdot 41.86/58.14 = 7.2$  millió forint.
- Az éves többlet pénzáram 8.6 MFt, és ezt a  $10/7.2$  sajáttőke-arány szerint kell felosztani.

# Új tag részesedése – példa/2

- A 2. célkitűzésnél 8.6 MFt többlet pénzáramból egyenlő arányban részesednek, ezért a II. új tag saját tőke aránya 10 MFt-ot tesz ki az összes 20 MFt saját tőkéből.
- A tartalékok 5 MFt értékben szerepelnek.
- A mérleg az új tag belépése után:

| Eszközök             |           | Források        |             |
|----------------------|-----------|-----------------|-------------|
| Befektetett eszközök | 13        | Saját tőke (I)  | 10          |
| Forgóeszközök        | 12        | Saját tőke (II) | 10          |
| Pénzeszközök         | 17        | Tartalékok      | 5           |
|                      |           | Kötelezettségek | 17,0        |
| <b>Összesen</b>      | <b>42</b> | <b>Összesen</b> | <b>42,0</b> |

# Új tag részesedése /3

- A 3. célkitűzésnél I. tulajdonos követeli saját MP(I) határárát a II. tagtól, mert I. nem ismeri II. tag magasabb határárát.
- II. tag az 50 %-os részesedésért 43 MFt-ot fizet, amelyből csak 15 MFt kell a vállalkozás bővítéséhez, a 28 MFt különbözetet vállalaton kívül befekteti.
- Ebből a befektetésből elért kamat nem a vállalati eredmény része. Ebből a II. tag nem részesedik.

# Új törzsrésztvényes belépése

- Az új résztvényes felvételével megváltozik a meglevő résztvényes részesedési hányada.
- Az új résztvények kibocsátása a meglevő résztvények piaci értékét (árfolyamát) csökkenti.
- Mivel a régi résztvények árfolyama esik, csökken a régi résztvényes vagyoni pozíciója. Ez ellen tenni kell, támogatni kell a meglevő résztvényest.

# Új törzsrészesvényes belépése

A tőkeemelés után a részesvények árfolyama

$$P_M = \frac{P_R \cdot O + P_U \cdot N}{O + N}$$

$P_R$  a régi részesvény árfolyama a tőkeemelés előtt,  
 $P_U$  a vételi árfolyam az új részesvényekre ( $P_U < P_R$ ),  
 $O$  a régi részesvények száma,  
 $N$  az új részesvények száma.

# Új törzsrészesvényes belépése

- A régi részesvényeseknek a  $P_R - P_M$  nagyságú vagyonvesztesége keletkezik, mert  $P_U < P_R$ . Ez a vagyonveszteség a  $V(\text{SR})$  vételi jog értékével kiegyenlíthető akkor,
- ha minden részesvényesnek  $O/N$  vételi joga van, amiért egy új részesvényt szerezhet
- $P_U$  vételi árfolyamon. A vételi jog  $V(\text{SR})$  értékét a következőképpen számoljuk:

$$V(\text{SR}) = P_R - \frac{P_R \cdot O + P_U \cdot N}{O + N} = \frac{P_R - P_U}{\frac{O}{N} + 1}$$

# Új törzsrésztvényes belépése - Példa

Az "HOH" Rt. igazgatósága úgy véli, hogy kedvezőtlen a kötelezettségek aránya a saját tőkéhez képest.

A jegyzett tőke 10 MFt-tal történő emelését tervezi 10 000 darab 1 000 forint névértékű részvény kibocsátásával,  $P_U = 2$  eFt vételi árfolyamon.

A régi részvények ( $O = 20\,000$  darab) aktuális árfolyama 6 000 forint. A vételi arány  $O/N = 2/1$ .

Az egyszerűsítés érdekében eltekintünk a részvénykibocsátás költségeitől.

- Hogyan befolyásolja a részvényes vagyoni pozícióját az új részvények kibocsátása?



# Új törzsrészcévényes belépése - Példa

A "HOH" Rt. mérlege a tőkeemelés előtt (MFt)

| Eszközök             |    | Források         |    |
|----------------------|----|------------------|----|
| Befektetett eszközök | 50 | Saját tőke       |    |
| Forgóeszközök        | 40 | Jegyzett tőke    | 20 |
|                      |    | Tőketartalék     | 2  |
|                      |    | Eredménytartalék | 8  |
|                      |    | Kötelezettségek  | 60 |
| Összesen             | 90 | Összesen         | 90 |

# Új törzsrésztvényes belépése - Példa

A "HOH" Rt. mérlege a tőkeemelés után (MFt)

| Eszközök             |     | Források         |     |
|----------------------|-----|------------------|-----|
| Befektetett eszközök | 50  | Saját tőke       |     |
| Forgóeszközök        | 40  | Jegyzett tőke    | 30  |
| Pénzeszközök         | 20  | Tőketartalék     | 12  |
|                      |     | Eredménytartalék | 8   |
|                      |     | Kötelezettségek  | 60  |
| Összesen             | 110 | Összesen         | 110 |

- az új részvények (10 000 darab) vételi árfolyama (2 000 Ft) és névértéke (1 000 Ft) közötti különbözet a tőketartalékba került.

# Új törzsrésztvényes belépése - Példa

- A vételi jog  $V(SR)$  értéke:

$$V(SR) = \frac{6\,000 - 2\,000}{\frac{2}{1} + 1} = 1\,333,33 \text{ forint, együttesen } 2\,666,66 \text{ forint}$$

- Tőkeemelés után a részvények árfolyama  $P_M = 4\,666,67$  Ft, a résztvényes olyan gazdag, mint kezdetben:  $2 * 4\,666,67 + 2 * 1\,333,33 = 12$  eFt.
- A régi résztvényes három résztvényt birtokol  $P_M = 4\,666,67$  Ft árfolyamon, vagyis 14 eFt-tal rendelkezik, gazdagabb lett, mert a pénzeszköz állomány 2 000 Ft-tal (összesen 20 MFt-tal) növekedett.

# Osztalékpolitika

- A vállalat osztalékra vonatkozó döntései összefüggnek a finanszírozási és beruházási döntéseivel.
- Az osztalékpolitika választás a nyereség visszatartás, valamint az osztalék kifizetés és új részvények kibocsátása között.
- A kifizetett osztalék csökkenti a visszatartott nyereség összegét.
- azon döntések összessége, amelyek arra irányulnak, hogy az *adott beruházási és hitelfelvételi döntések mellett* mekkora összegű osztalékot (készpénzt) fizessenek ki a részvényeseknek

# Vállalati osztalékpolitikát alakító tényezők

## ◆ **Törvényi előírások**

Az osztalék fizetését a legtöbb országban törvényi előírások szabályozzák, amelyek a hitelezők és a részvényesek érdekét szolgálják. Sok országban az osztalék összege nem haladhatja meg a folyó évi adózott eredmény és az eredménytartalék összegét.

## ◆ **Részvényesek preferenciái**

A részvényesek egy része a magas osztalékot preferálja, míg vannak olyan részvényesek, akik a részvény árfolyam emelkedésben érdekeltek.

## ◆ **Adózási feltételek**

Az osztalék politikai döntéseket elsősorban akkor befolyásolják az adójogszabályok, ha az osztalék és az árfolyamnyereség eltérő adókulccsal adózik.

## ◆ **Vállalat likviditási helyzete, a jövedelmének stabilitása**

Az osztalék kifizetés pénzkiáramlást jelent, főként a jövedelmezőség csökkenése mellett okoz nehézséget az osztalékfizetés. Stabil nyereség mellett stabil osztalék kifizetést alkalmazhat.

## ◆ **Beruházási és finanszírozási megfontolások**

Kedvező növekedési lehetőségekkel rendelkező vállalatok a vállalati belső forrásokat jobban kihasználják, és kevesebb osztalékot fizetnek.

# Osztalékpolitika alternatívái

## ◆ Maradvány elvű osztalék politika

A vállalat az osztalékot maradvány elven kezeli. Ha a finanszírozáshoz belső forrásokra is szüksége van, akkor nem vagy részlegesen fizet osztalékot.

## ◆ Stabil nagyságú osztalék kifizetés

A fejlett tőkepiaccal rendelkező országokban számos vállalat a stabil, csaknem állandó összegű osztalékot fizet részvényenként. Azok a vállalatok alkalmazzák, amelyek éves eredménye nem ingadozik jelentősen. Az évenkénti változtatásokat igyekeznek elkerülni, mert a részvényesek ezt a vállalati működés eredményességének változásaként értelmezhetik.

## ◆ Változatlan osztalék kifizetési ráta

A stabil osztalék fizetés másik alternatívája, ha nem az osztalék nagyságát, hanem az osztalék kifizetési rátát tartják állandó szinten. Ez esetben az egy részvényre jutó osztalék együtt változik az egy részvényre jutó adózott eredménnyel, EPS-el.

# Osztalékkifizetés formái

## ◆ Évi rendes osztalék, készpénzben

A készpénzes osztalék kifizetés csökkenti a vállalat rendelkezésére álló pénzmennyiségét

## ◆ Évi rendkívüli osztalék, készpénzben

## ◆ Osztalékrészvény (stock dividend)

Az osztalékrészvény azt jelenti, hogy a vállalat meglevő részvényesei számára ellenérték nélkül juttat további részvényeket.

Az osztalékrészvény következtében növekszik a forgalomban levő részvények száma, ennek hatására a részvények árfolyama csökken. Az árfolyamcsökkenés azonban nem érinti a részvényesek vagyoni helyzetét, mivel a részvények számának növekedése ellensúlyozza az árfolyam csökkenését.

# Részvény-visszavásárlás

A vállalatok más formában is juttatnak értéket részvényeseiknek, ezeket ugyan nem osztaléknak nevezzük, hatásuk mégis az, mint az osztalékfizetésnek, a részvényesek vagyoni értéket kapnak.

A **részvény-visszavásárlás** során a vállalat meglevő részvényeseinek tehet ajánlatot, vagy a tőzsdén vásárolja vissza részvényei egy részét. Ha meglevő részvényeseknek tesz ajánlatot, akkor általában az aktuális piaci árnál kedvezőbb áron vásárolja vissza részvényeit. A részvény visszavásárlás oka lehet, hogy a vállalat elegendő készpénzzel rendelkezik, ugyanakkor nem akar új beruházásokat indítani. A készpénzes osztalék kifizetés helyett elsősorban adózási megfontolások miatt választják a részvény visszavásárlást. Ha a részvényes eladja a vállalatnak a részvényét, akkor csak az árfolyamnyereség után adózik, és az árfolyamnyereség adókulcsa általában kisebb, mint az osztalékadó kulcsa.



# Osztalék készpénzben versus részvény-visszavásárlás

- Egy vállalkozás készpénzt fizet a részvényeseinek
  - a) osztalékfizetés révén
    - Ekkor mindegyik részvényes azonos összeget kap részvényenként
  - b) saját részvényeinek visszavásárlása révén
    - Csak azon részvényesek jutnak készpénzhez, akik döntésük szerint eladják részvényeik (egy részét) a piaci áron a visszavásárló cégnek

# Osztalékrészvény

- A vállalkozások menedzsmentje néha a részvények felosztása, feldarabolása vagy osztalékrészvény fizetése mellett dönt
  - ekkor a részvényesek nem kapnak készpénzt
  - Ezzel megnövekszik a kibocsátott részvények száma de nem változik meg az egyes részvényeseknek a vállalat tulajdonából birtokolt hányada
- Nem módosítja a részvényesek vagyonát

# Az osztalék mértéke

John Lintner

(Hogyan döntenek a vállalatok az osztalék mértékéről?)

- A vállalatok az osztalékok fizetésénél hosszú távú célokat követnek.
- A vezetők inkább az osztalék változására, mint annak abszolút szintjére koncentrálnak.
- Az osztalék változásai hosszú távon a fenn tartható nyereség szintet követik.
- A vezetők vonakodnak az osztalékszint olyan változtatásától, amelyet később vissza kell vonniuk.

# John Lintner fő megállapításai

- A vállalati osztalékfizetés hosszú távú célokhoz köthető, a gyorsan fejlődő vállalatok a nyereség kisebb hányadát fizetik ki osztalékként, az érett vállalatok osztalék-fizetési aránya ennél nagyobb.
- A vállalati menedzsment az osztalék változására és nem nominális nagyságára figyel általában. Nem támogatnak olyan változtatást, amely az eredményből nem teljesíthető, és az osztalék ígéretet vissza kellene vonniuk.
- Az osztalékfizetés változása hosszabb távon a fenntartható vállalati eredményhez kapcsolható, az átmeneti változásokat nem veszik figyelembe az osztalékfizetés kapcsán.

# Az osztalékpolitika

- Ha a befektetők nemcsak osztalék útján juthatnak pénzhez, nem fognak magasabb árat fizetni az olyan részvényekért, amelyek magasabb osztalékot fizetnek.
- Az osztalékok a beruházási és finanszírozási döntések függvényében ingadozhatnak.