



Gábler Gergely

Beruházások forrásszükségletének biztosítása bankhitelen túl



A követelménymodul megnevezése:

Pénzügyi feladatok

A követelménymodul száma: 1969-06 A tartalomelem azonosító száma és célcsoportja: SzT-034-8



A BERUHÁZÁSOK FORRÁSSZÜKSÉGLETÉNEK BIZTOSÍTÁSA A BANKHITELEN TÚL

ESETFELVETÉS – MUNKAHELYZET

- Ön egy vállalkozás pénzügyi vezetőjeként azt a feladatot kapja a menedzsmanttól, hogy az Igazgatóság által jóváhagyott beruházás(ok) finanszírozásához keressen megfelelő forrást.
Számba kell vennie, hogy milyen a fennálló tőke-, valamint forrásszerkezete a vállalkozásnak. Majd ehhez, valamint a beruházások paramétereire is igazítottan végig kell gondolnia, hogy a szóba jöhető számos forrásszerzési lehetőség közül melyiket választja, esetleg ezek milyen kombinációit veszi igénybe.
- Ön egy kínáló üzleti lehetőség kiaknázására vállalkozást kíván indítani, azonban nincs elegendő kezdőtőkéje a vállalkozás beindításához. Végig kell gondolnia, hogy milyen források bevonása jöhet szóba ahhoz, hogy a bevételek beérkezéséig elegendő pénz álljon rendelkezésre, folyamatosan fenntartható működést biztosítsanak a források, lehetővé váljon a minél dinamikusabb növekedés, amellett, hogy a saját tulajdonosi érdekei is biztosítva maradjanak.

SZAKMAI INFORMÁCIÓTARTALOM

BEFECTETÉS VS. BERUHÁZÁS – FOGALOMMAGYARÁZAT

Mindenekelőtt tisztázni szükséges a címben szereplő, gyakran a "befektetés" fogalmával kevert vagy attól nehezen megkülönböztethető fogalmat.

Mindennapi szóhasználatunk során, de még közgazdaságtannal, pénzügyekkel vagy vállalkozások pénzügyeivel foglalkozó szakemberek sincsenek mindig tisztában e két fogalom jelentésével. Sokszor szinonimaként használjuk a fogalmakat érezvén, hogy jelentésük egymáshoz közeli.

Azonban a **befektetés** kifejezés általánosabb, pénzeszközök lekötését jelenti későbbi hozam reményében, azokat a pénzkidadásokat, amelyek révén a vállalat hosszú élettartamú eszközökhöz jut (befektetett eszközök).

A **beruházás** fogalma szűkebb, tárgyi eszköz létesítését jelenti, hozam (megtérülés) céljából. A beruházások fogalmi meghatározásának keresésekor a leghasználhatóbb megfogalmazás a következő:

Minden megtérülési lehetőséggel kecsegtető befektetés beruházásnak minősül.

A BEFEKTETÉSI (BERUHÁZÁSI) ÉS A FINANSZÍROZÁSI (FORRÁSSZERZÉSI) DÖNTÉSEK KAPCSOLATA

Egy vállalatot – természetes módon – általában azzal a céllal alapítanak meg tulajdonosai, hogy a stabil jövedelmezőség mellett folyamatos (érték)növekedést érjen el.

A tulajdonosok legfőbb célja a vállalati érték, azaz a saját tőke növelése. Ezen célnak alárendelten születnek meg a vállalati döntések, melyek egyik csoportja a beruházási döntések:

- **Operatív döntések:** a napi, szokásos működéshez szükséges, nem igazán jelentős, "rutin" döntések, feladatok.
- **Stratégiai döntések:** a vállalat életét, működését, annak irányát meghatározó, hosszútávon ható döntések, melyek két fő csoportra oszthatunk:
 - *Befektetési döntések:* a vállalati eszközoldal összetételéről hozott döntések. Ennek szűkebb kategóriáját jelentik a *beruházási döntések*, amelyek a vállalat működéséhez szükséges konkrét tárgyi eszközökbe történő befektetésről szólnak (járművek, gépek, ingatlanok, stb.).
 - *Finanszírozási döntések:* a folyamatos működés, valamint az egyes befektetési és beruházási döntések során felmerült forrásigény kielégítése tárgyában született döntések.

Általában már a vállalat működéséhez, azonban annak növekedéséhez elengedhetetlen, szükség van különböző beruházási döntések meghozatalára. A beruházási döntések pedig általában jelentős forrásigényt jelentenek a vállalat számára.

A beruházási döntések sajátosságai

A beruházásokkal megvalósított létesítmények általában hosszú élettartamúak, így a működésükkel kapcsolatos kiadások és bevételek is hosszabb időtávon jelentkeznek. Mivel a beruházási döntések jövőben végbemenő folyamatokra vonatkoznak és az információk a jövőről hiányosak, a döntéseket mindig terheli valamilyen bizonytalanság. Az információhiány és az ehhez kapcsolódó kockázat egymástól elválaszthatatlan jelenségek.

Az állóeszközök mobilitása korlátozott. A létesítmények, tárgyi eszközök újraértékesítése csak veszteséggel képzelhető el.

A beruházások során létrehozott eszközökhöz, azok működéséhez speciális költségek kapcsolódnak. Különös figyelmet érdemelnek az üzemeltetési, fenntartási, rekonstrukciós és amortizációs költségek.

A vállalat pénzügyi döntéseinek vizsgálata az időtávok tükrében

Egy vállalatnak a befektetési és beruházási döntéseit érdemes időtávok szerint is áttekintenie, hiszen a későbbiekben látni fogjuk, hogy a finanszírozási (forrásszerzési) döntések meghozatalakor is kiemelt szerepe lesz a megfelelő időtartam vagy lejárat megválasztásának.

Az alábbi táblázat jól mutatja a leglényegesebb különbségeket a hosszú és rövidtávú döntések között.

	Hosszú távú döntések	Rövid távú döntések
Típusai	Befektetési (beruházási) döntések	Forgótőke menedzselés
Feladatai	- projektek kiválasztása - finanszírozás módja - osztalékfizetés	- forgóeszközök szintje - finanszírozás - pénzáramlások
Célja	„vállalati érték maximalizálása”	„likviditás biztosítása, fizetőképesség megőrzése”

1. ábra. Beruházási és finanszírozási döntések időtáv szerint

A beruházási és finanszírozási döntések főbb kapcsolódási pontjai:

- **Beruházási döntés hatása finanszírozásra:** a befektetések során vásárolt eszközök működtetése eredményezi azt a pénzáramot, amely biztosítja a források költségeinek (jellemzően kamat vagy osztalék) fedezését. A befektetések meghatározzák a befektetők (tőke) tényleges hozamát.
- **Finanszírozás hatása beruházásra:** a beruházási döntéseket annak figyelembe vételével hozzák meg, hogy mi a befektetők hozamelvárása (pénzáramok diszkontálásakor a diszkontálásban vesszük figyelembe). A finanszírozás során határozódik meg a befektetők elvárt hozam követelménye.

A beruházási és finanszírozási döntések különbözőségét mutatja az alábbi táblázat is, melyből láthatjuk, hogy az egyes döntések a vállalat mérlegének két különböző oldalára vannak közvetlenül hatással.

BERUHÁZÁSI DÖNTÉSEK <i>Eszközök - aktívák</i>	FINANSZÍROZÁSI DÖNTÉSEK <i>Források - passzívák</i>
A. Befektetett eszközök	D. Saját tőke
1. Immateriális javak	I. Jegyzett tőke
2. Tárgyi eszközök	II. Tőketartalék
3. Befektetett pü. eszközök	III. Eredménytartalék
B. Forgóeszközök	IV. Mérleg szerinti eredmény
C. Aktív időbeli elhatárolások	E. Céltartalékok
	F. Kötelezettségek
	G. Passzív időbeli elhatárolások

2. ábra. Beruházási és finanszírozási döntések a mérleg két oldalán

Láthatjuk, hogy elválaszthatjuk egymástól egy vállalat beruházási és az ehhez is szükséges finanszírozási vagy forrászerzési döntéseit. Az alábbiakban külön-külön vizsgáljuk meg ezen döntések jellemzőit, a mögöttük meghúzódó döntési kritériumokat és azt, hogy miként képesek a vállalat értékét növelni.

A beruházási és finanszírozási döntések önálló meghozatala után viszont vizsgálni kell ezek egymásra hatását, kölcsönös kapcsolatukat. Ezek összehangolásának feladatát jellemzően a vállalat pénzügyi vezetője látja el.

BEFEKTETÉSI (BERUHÁZÁSI) DÖNTÉSEK

A finanszírozási döntések és lehetőségek részletes megismerése előtt röviden tekintsük át a befektetési döntések legfontosabb elemeit.

A befektetési döntések elemzésekor pedig még eltekintünk annak vizsgálatától, hogy milyen forrásból valósítják meg az adott projektet. A projekt megtérülését annak működéséhez szorosan köthető pénzáramokból vezetjük le, e pénzáramok meghatározásánál nem vesszük figyelembe a finanszírozási döntések hatásait.

A beruházások jellemzői

A beruházási döntések meghozatala, a megfelelő projektek kiválasztása jelentős körültekintést igényel, hiszen ezek mellett, hogy általában jelentős pénzkidrással járnak, a belőlük származó hozamok csak később jelentkeznek és teljes bizonyossággal nem ismertek.

Egy-egy ilyen döntés jelentős hatást gyakorolhat egy adott vállalkozás műszaki-technikai helyzetére is. Azonban témánk szempontjából lényegesebb a cég gazdasági-pénzügyi helyzetére kifejtett hatásuk.

Ezen döntések súlya, volumene miatt, sok esetben, a rossz döntések visszafordíthatatlan károkat eredményezhetnek.

Beruházási döntések meghozatalának főbb módszerei

Számos gazdaságossági mutató számítható egy projekttel, beruházással kapcsolatban. Ezek kalkulációja után megállapítható, hogy a különböző megközelítést tükröző mutatószámok egy része egymásnak ellentmondó eredményt adhat, nehezítve ezzel a tervező, döntéshozó munkáját. A valós értékeléshez szűkíteni kell az alkalmazott beruházás-gazdaságossági mutatók számát oly mértékben, hogy viszonylag egyszerűen, érthetően, de teljes körűen jellemezzék az adott tervváltozatot. A beruházások gazdaságossági megítélésére elsősorban a következő mutatószámok alkalmazhatók:

- Megtérülési idő
- Nettó jövedelem jelenlegi értéke

- Belső megtérülési ráta
- Jövedelmezőségi index (PI)

Nem diszkontáló módszerek

- **Megtérülési idő**

Az egyik legegyszerűbb módszer annak eldöntésére, hogy érdemes-e belevágni egy adott beruházásba: a **megtérülési idő**. Ez esetben csupán arra a kérdésre keressük a választ, hogy hány év alatt éri el a várható összes nettó jövedelem a kezdeti befektetés összegét, azaz hány év alatt térül meg a befektetésem?

Ez az egyik legismertebb számítási módszer, amely két gyakorlati jellemző esetén is meghatározható. Abban az esetben, ha a pénzáramok minden évben azonosak, a számítás nagyon egyszerű, a megtérülési idő a kezdő tőkebefektetés és a várható éves jövedelem hányadosaként értelmezhető. Amennyiben az évenként képződött jövedelmek nem egyenlők, a számítás úgy történik, hogy megkeressük azt az időpontot, amikor a halmozott jövedelmek a kezdő tőkebefektetés összegével egyenlők.

Elfogadásának ezek alapján egyedüli feltétele az, hogy a tényleges megtérülési idő alacsonyabb legyen, mint a maximálisan elvárt.

Egyszerűségéből fakadóan számítása és megértése is könnyű, azonban jelentős hátránya, hogy nem veszi számításba a pénz időértékét, azaz ugyanolyan súllyal veszi figyelembe a különböző pénzáramlásokat, valamint nem foglalkozik a megtérülés utáni bevételekkel. Ezen hiányosságai miatt ezt a mutatót csak rövidtávra és hozzávetőleges számításokra használhatjuk, tehát minden esetben komolyabb számításokra is szükségünk lesz.

Példa

Egy vállalkozás a tevékenysége bővítéséhez két lehetőség közül választhat:

1. beruházás nélkül új műszakot indítanak a létszám bővítésével
 - ennek ráfordítás igénye: 5 m Ft
 - nyereségtöbblete 1 m Ft évente
2. pótló beruházással korszerűbb gépeket vásárolnak
 - ennek ráfordítás igénye 15 m Ft
 - nyereségtöbblet 4 m Ft évente

Megtérülési idő tehát egyszeri ráfordítás / átlagos évi hozam, amely az 1. változat esetében: $5.000.000 / 1.000.000 = 5$, azaz a beruházás 5 év alatt térül meg, a 2. változat esetében pedig: $15.000.000 / 4.000.000 = 3,75$, azaz a beruházás 3,75 év alatt térül meg.

Ennek alapján a 2. változatot érdemes megvalósítani, mert kisebb a megtérülési idő.

Diszkontáló módszerek

- Diszkontált megtérülési idő

A megtérülési idő egy nagy hiányosságát könnyedén orvosolhatjuk, ha a megtérülés számításakor a jövőbeni pénzáramlásokat immáron jelenértékén vesszük figyelembe. Ez esetben immáron arra a kérdésre keressük a választ, hogy hány év alatt éri el a várható nettó jövedelmek jelenértéke a kezdeti befektetés összegét?

A beruházás elfogadásának feltétele nyilván nagyon hasonló, ez esetben a tényleges *diszkontált* megtérülési időt kell hasonlítani korábban megfogalmazott elvárásunkhoz.

Azonban ennek a mutatónak is jelentős hátránya, hogy nem veszi figyelembe a megtérülés utáni bevételeket.

Példa

Nézzük meg az előbbi példát, amennyiben az elvárt hozam 15%!

Ez esetben diszkontálnunk kell az egyes pénzáramlásokat (cash-flow). Az alábbi táblázatban láthatjuk az egyes évek pénzáramlásait, ezek diszkontált, valamint kumulált értékeit.

Idő (t)	1. lehetőség			2. lehetőség		
	pénzáramlás	diszkontált érték	kumulált	pénzáramlás	diszkontált érték	kumulált
0	-5 000 000			-15 000 000		
1	1 000 000	909 091	909 091	4 000 000	3 636 364	3 636 364
2	1 000 000	826 446	1 735 537	4 000 000	3 305 785	6 942 149
3	1 000 000	751 315	2 486 852	4 000 000	3 005 259	9 947 408
4	1 000 000	683 013	3 169 865	4 000 000	2 732 054	12 679 462
5	1 000 000	620 921	3 790 787	4 000 000	2 483 685	15 163 147
6	1 000 000	564 474	4 355 261	4 000 000	2 257 896	17 421 043
7	1 000 000	513 158	4 868 419	4 000 000	2 052 632	19 473 675
8	1 000 000	466 507	5 334 926	4 000 000	1 866 030	21 339 705

3. ábra. Pénzáramlás diszkontálása

Láthatjuk, hogy az 1. lehetőség esetében a megtérülés a 7. és 8. év között van, a 2. lehetőség esetében pedig a 4. és 5. év között. Pontosabban:

$$1. \text{ lehetőség esetén: Diszkontált megtérülés} = 7 + (5.000.000 - 4.868.419) / 466.507 = 7,28 \text{ év}$$

$$2. \text{ lehetőség esetén: Diszkontált megtérülés} = 4 + (15.000.000 - 12.679.462) / 2.483.685 = 4,93 \text{ év}$$

- Nettó jelenérték (NPV)

Nyilvánvalóan a nettó jelenérték számításakor is a jövőbeli várható pénzáramlásokból kell kiindulnunk. Ez esetben azonban az összes várható pénzáramlást számításba vesszük.

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} - C_0$$

Jelölje C_t az egyes, t időpontokban várható pénzáramlásokat, r a kamatlábat:

A pénzáramlások jelenértékének összegéből kivonva a kezdeti beruházást megkapjuk a nettó jelenértéket.

Amennyiben ez az érték pozitív a projekt elfogadása mellett foglalhatunk állást. Abban az esetben pedig, amikor több befektetési lehetőség közül kell választanunk, a nagyobb nettó jelenértékkel rendelkezőt választjuk.

Példa

Az előbbi példát folytatva, a nettó jelenérték számításához szükségünk van még a projekt várható időtartamára, mely az 1. lehetőség esetén legyen 8 év, a 2. esetben pedig 5 év.

Ez esetben csupán a 8. illetve az 5. év kumulált pénzáramlásából kell kivonnunk a beruházás összegét, hogy megkapjuk a nettó jelenértéket.

1. esetben: $NPV = 5.334.926 - 5.000.000 = 334.926$ Ft
2. esetben: $NPV = 15.163.147 - 15.000.000 = 163.147$ Ft

Láthatjuk, hogy ez esetben az 1. lehetőség választása indokolt. Tehát az időtáv figyelembe vétele megváltoztatta döntésünket.

- Belső megtérülési ráta (IRR)

A beruházás belső megtérülési rátája az a különleges kamatláb, amely mellett a működési pénzáramlások együttes diszkontált összege megegyezik az egyszeri ráfordítások együttes jelenértékével. Azt a diszkontrátát keressük tehát, amely mellett a nettó jelenérték éppen nulla. Tehát ez esetben arra a kérdésre keressük a választ, hogy hány százalékos éves hozammal / kamatláb mellett térül meg éppen a beruházás vagy befektetés?

A befektetési lehetőségek rangsorolásakor mindig a legnagyobb belső megtérülési rátájú befektetést keressük, de legalább olyanokat, amelyek megtérülési rátája a kamatlábat meghaladja.

Ez a mutató természetesen szoros összefüggésben van a nettó jelenértékkel, hiszen azt feltételezi, hogy a nettó jelenérték egyenletesen csökkenő függvénye a kamatlábnak.

A belső megtérülési rátának jelentős hátrány az, hogy előfordulhat olyan eset, hogy több vagy egy sincs. A projektnek maximum annyi belső megtérülési rátája lehet, ahányszor előjelet vált a projekt pénzáramlása.

Összegzésként: a két alapelv

1. **Nettó jelenérték szabály:** Fogadjuk el azokat a befektetéseket, amelyeknek pozitív a nettó jelenértékük.

2. **Megtérülési ráta szabály:** Fogadjuk el azokat a befektetéseket, amelyek ígért hozama meghaladja a finanszírozáshoz felhasznált tőke költségét.

FINANSZÍROZÁSI DÖNTÉSEK

A vállalatok beruházási döntéseinek áttekintését követően továbbléphetünk a vállalati pénzügyi döntések másik nagy csoportjára, a finanszírozási, avagy a forrásszerzéssel kapcsolatos döntésekre.

Mindeddig csaknem kizárólag a mérleg bal oldalával foglalkoztunk, nevezetesen a beruházási döntésekkel. Most áttérünk a jobb oldalra, és a finanszírozási problémákat vizsgáljuk. Érthetőbben fogalmazva, eddig azt vizsgáltuk, hogy hogyan költsük el a pénzt, most pedig azt tekintjük át, hogy hogyan teremtsük elő.

A finanszírozási döntések vizsgálata során azzal a feltételezéssel élünk, hogy a vállalat beruházási döntéseit meghozta, a fentebb tárgyalt eszközök, döntési kritériumok alapján kiválasztotta mely beruházásokat érdemes megvalósítani. Így a döntések következő lépése, kiválasztani a beruházások legkedvezőbb finanszírozási forrását.

Talán mondhatjuk, hogy a beruházási döntések bizonyos szempontból egyszerűbbek, mint a finanszírozási döntések, hiszen egy vállalat beruházásai finanszírozására a források számos fajtáját és formáját veheti igénybe. Ezek a lehetőségek – többek között – a következők:

- banki folyószámlahitelek,
- hosszabb távra szóló banki beruházási hitelek,
- szállítói tartozás,
- lízing,
- adott gazdálkodási évben keletkezett, rendelkezésre álló pénzeszközök felhasználása stb. .

Nagyobb vállalatok számára jelentős forrás kínálkozik az értékpapírpiacokon történő megjelenés segítségével, azaz kibocsáthatnak:

- részvényt vagy
- kötvényt.

A finanszírozási döntéseket három főbb dimenzióra bonthatjuk:

3. Időtáv, azaz források lejárat szerkezetének megválasztása.
4. Belső és külső források közötti választás.
5. Tulajdonosi tőke és hitel típusú források közötti választás.

IDŐTÁVOK

Ahogy a beruházási döntések vizsgálatakor is kiemelt szerepet kaptak a beruházási **időtávok**, a finanszírozási döntések meghozatalakor is léteznek források a legtöbb időtávra.

Lejárat szerint a vállalati finanszírozási források két nagy csoportját különítjük el: a

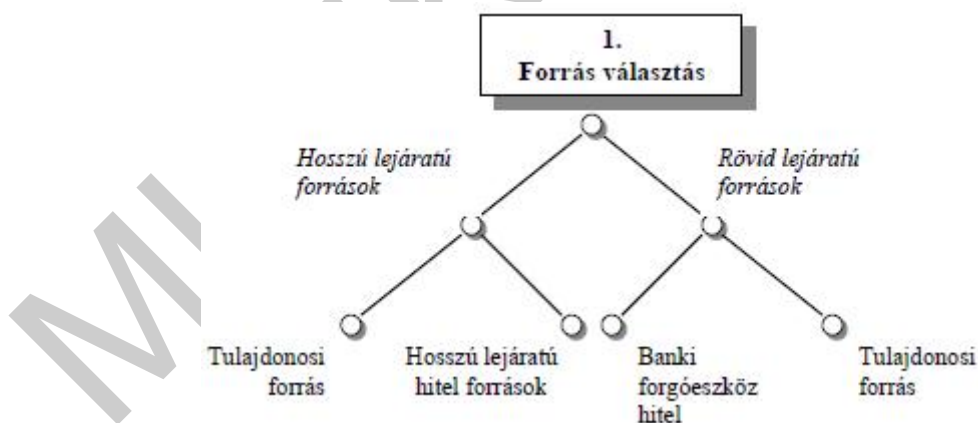
- **tartósan lekötött**, rendszerint éven túli lejáratú forrásokat, valamint a
- **rövidtávra lekötött**, éven belül esedékes forrásokat.

A források **lejárat szerkezetének** kialakítása során a finanszírozott eszközök finanszírozási igényéből kell kiindulni.

A tárgyi eszközökbe és immateriális javakba történő befektetés általában **hosszabb távú forrás** lekötését igényli, míg a forgóeszközök között is találunk olyanokat, amelyek tartós tőkelekötést, azaz folyamatos forrást igényelnek.

A **rövidtávra lekötött forrás** bevonása rendszerint az üzleti működés felfutásához vagy átmeneti, rendszerint forgóeszközökhöz kapcsolódó finanszírozási igény megoldásához szükséges.

A vállalati pénzügyekben a finanszírozás alapszabályaként fogalmazódik meg a vállalati eszközök és a források lejárat szerkezete közötti megfelelés szabálya.



4. ábra. Finanszírozási források lejárat szerint (hosszú-rövid)

A hosszabb lejáratú források számottevő részét általában a tulajdonosok bocsátják a vállalkozás rendelkezésére, a vállalat alapításakor, vagy későbbi fázisban pl. tőkeemelés vagy ezzel egybekötött részvénykibocsátás formájában. A vállalat folyó működése során keletkezett eredmény egy része, a visszaforgatott eredmény is tartós forrást jelent. A vállalat egyéb tartós finanszírozást is igénybe vehet, hosszabb távra bankhitelt (jellemzően beruházási vagy projektf finanszírozási hitelt) is vehet fel, kötvényt bocsáthat ki, nagy értékű eszközöket lízingelhet.

Az átmeneti finanszírozási igényre legalkalmasabb forma a banki forgóeszköz hitel felvétele, de vannak vállalatok, amelyek hitel nélkül működnek és az átmeneti forrásokat is a tulajdonosok biztosítják.

BELSŐ ÉS KÜLSŐ FORRÁSOK KÖZÖTTI VÁLASZTÁS

Belső források használatát önf finanszírozásnak nevezzük. Olyan forrásokat értünk belső forrásokon, amelyek a vállalat működése során keletkeztek.

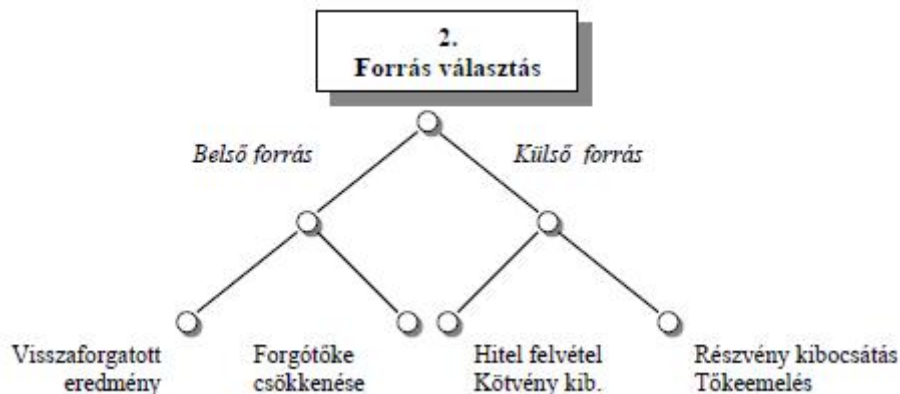
Ilyen forrásnak tekinthetjük a következőket:

- **Mérleg szerinti eredmény:** A folyó évi adózott eredményből az osztalék kifizetése után a vállalatnál maradó rész (mérleg szerinti eredmény) fordítható eszközbővítésre. Ennek nagyságát nemcsak a működés eredményessége határozza meg, hanem az osztalékpolitika is.
- Korábbi években felhalmozódott eredmény, az **eredménytartalék** is belső forrást jelent.
- **Forgótőke állományának csökkentése.** Ha a vállalat csökkenteni tudja készletállományát, a vevőállományt, vagy hosszabb szállítói futamidőt tud kiharcolni – belső forrás keletkezik.
- Nem hatékonyan hasznosított **befektetett eszköz értékesítése.** Az eszköz eladásából származó adózott összeg, többletbevétel, a további működtetés pénzárama.
- **Amortizáció.** A vállalatok az amortizációt költségként számolják el, amely a termékértékesítést követően az árbevétel részeként megtérül. Az amortizációt viszont nem kell „kifizetni”, ez azt jelenti, hogy a vállalatnak több pénzf forrás áll rendelkezésére.
- **Vállalati tartalékokból** (pl. garanciális javításra képzett tartalék). Ezek a pénzalapok a tulajdonosok tőkéjét tartalmazzák. Többnyire jövőbeli kötelezettségek fedezésére szolgál.

Külső finanszírozásnak tekintünk minden a vállalaton kívülről érkező forrást, akár a jelenlegi tulajdonosoktól érkezik, akár mástól, akár tőkejuttatásként, akár hitelként. Ilyenek lehetnek:

- Tőkeemelés, részvénykibocsátás.
- Bankhitel.
- Kötvénykibocsátás.
- Egyéb pályázaton elnyert pénz vagy állami, közösségi támogatás.

A külső forrást lényegében a belső forrásokhoz viszonyítva határozzuk meg. Minden olyan forrás külső bevonásnak minősül, amelyet nem a vállalati működés során termeltek ki. (A külső forrásokat gyakorlatban ennél szűkebb értelemben is használják, csak tőkepiaci forrásbevonásként értelmezik).



5. ábra. Finanszírozási források származási hely szerint (külső-belső)

A forrásteremtésben a belső forrásoknak rendkívül lényeges szerepe van, a visszaforgatott haszon az egyik legjelentősebb finanszírozási forrásnak mutatkozott az elmúlt évtizedekben, hiszen kisebb vállalkozások számára a külső forrás, pl. bankhitel elnyerése sem egyszerű. A hitelintézetek számára a hitelnyújtás költsége és kockázata jóval nagyobb egy kis vagy közepes vállalat esetén, amely megdrágítja a hitel felvételét az ilyen vállalatok számára. Nagyobb vállalatoknál pedig a belső források segítségével a vállalatvezetők megtakarítják a külső forrásbevonás – sok esetben jelentős – költségeit, valamint a belső forrás nagyobb mozgásteret biztosít számukra, nem kell újabb befektetők ellenőrzéséhez igazodni, elvárásaiknak megfelelni.

A vállalat **osztalékpolitikája** is jelentős hatással van a belső és külső források közötti választásra. Ha a vállalat meghatározott osztalék kifizetését ígérte a tulajdonosoknak, akkor az osztalék kifizetés alapvetően befolyásolja a belső források nagyságát.

TULAJDONOSI TŐKE ÉS HITEL TÍPUSÚ FORRÁSOK KÖZÖTTI VÁLASZTÁS

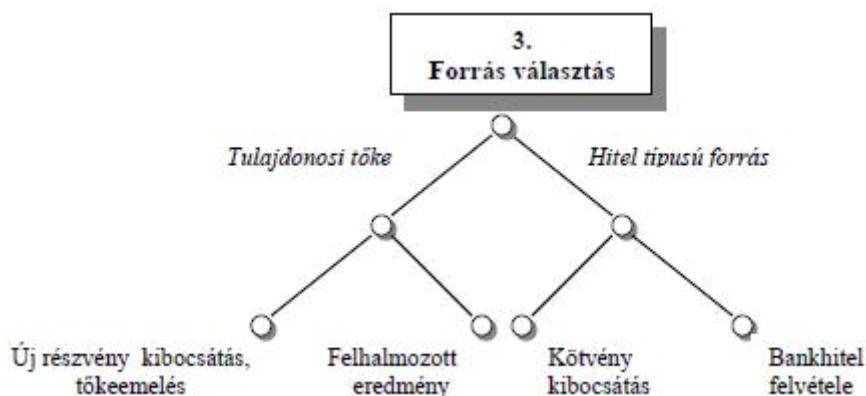
Tulajdonosi tőke fontosabb formái:

- Tulajdonosi tőkejuttatás alapításkor.
- Tőkeemelés révén juttatott tulajdonosi tőke, részvénytársaság esetén tőzsdén vagy azon kívül történő részvénykibocsátással.

Hiteltípusú tőke formái:

- Bankhitelek.
- Vállalati kötvénykibocsátás.
- Lízing, egyéb pénzügyi konstrukciók.

A vállalati forrásszerkezet kialakításának lényeges szempontja a tulajdonosi- és a hitelforrások közötti választás. A tulajdonosi tőke a vállalat tulajdonosainak „követelését”, tulajdonosi jogait jelenti, hiszen a részvény egy tulajdonjogot megtestesítő értékpapír. Ez a vállalat számára lejárat nélküli forrást jelent. Ezzel szemben a hiteltípusú források meghatározott lejáratra szólnak és hitelviszonyt testesítenek meg.



6. ábra. Finanszírozási források finanszírozó szerint (saját-idegen)

A tulajdonosi tőke és a hitelszerű források közötti a legalapvetőbb eltérés, hogy a hitelezőknek járó pénzáram, a **kamat és tőketörlesztés előbbre sorolt** a követelések kielégítése tekintetében, mint a részvényesek vagy tulajdonosok pénzigénye. Az osztalék kifizetést megelőzi a kamatfizetés az adott évi folyó eredményből. A tulajdonosok (részvényesek) követelésének reziduális jellege nem csupán a működési bevételekre vonatkozik, hanem a vállalat likvidációs értékére is. Ha a vállalat tönkremegy, felszámolják, a különböző forrásokat biztosítók eltérő kielégítési sorrendben jutnak hozzá a befektetésükhöz, vagy annak egy részéhez. A hitelezők követelése előbbre sorolt, ezzel szemben viszont a részvényesek csak a legutolsó helyen – minden egyéb hitel típusú forráshoz kapcsolódó kötelezettségek kielégítését követően –, részesednek a vállalat fennmaradó vagyonából.

Ez a hátrасorolt helyzet azonban nem csak negatív következményekkel jár a vállalat részvényeseire vonatkozóan, hiszen ha a vállalat jelentős eredményeket ér el, akkor a részvényesek részesednek ebből, viszont a többnyire fix hozammal rendelkező hitel típusú forrásokat biztosítók bevételei nem változnak. Ebből a helyzetből adódik az is, hogy az osztalék akár szélsőséges értékeket is felvehet, és ezért ingadozása a részvényesek nagyobb kockázatát fejezi ki, ami természetesen a nagyobb kockázattal arányos nagyobb hozamelvárást jelent.

A hitelszerű forrásokat biztosító befektetők relatíve kisebb kockázatot viselnek, hiszen a kielégítési rangsorban előbbre soroltak. A kamatfizetési és tőketörlesztési kötelezettség fix, azt általában előre rögzítik, így ezek kifizetése még veszteség esetén is megtörténik, akár a tulajdonosi tőke terhére.

A tulajdonosi és hitelforrás között **további eltérések** mutatkoznak. A kölcsöntőke, a hitelek igénybe vételének díja a kamat, amely költségként is elszámolható egy vállalkozás számára és így a vállalat társasági adóalapja csökkenthető. Az osztalék ezzel szemben számviteli értelemben nem költség, így nincs adócsökkentő hatása.

Befektetői szempontból azonban, mind a részvényes, mind a kötvényes jövedelemadót fizet a tőkejövedelme után (osztalék ill. kamatadó), melynek mértéke általában különbözik. (Jelenlegi szabályozás szerint az osztalékadó mértéke csupán 10%, míg a kamatbevételeket egységesen 20%-os adókulcs terheli.) Azonban egy részvényes jövedelme kettős adóterhet visel, egyrészt a társasági adó megfizetése után, adózott eredményből fizetendő és ezen túlmenően az osztalékadó fizetési kötelezettség is terheli. A kamatjövedelem után viszont a befektető csupán a kamatadót fizeti meg.

A tulajdonos (részvényes) és kötvényes **eltérő jogokkal rendelkezik** a vállalati működés ellenőrzése, befolyásolása szempontjából. A kötvény tulajdonos vagy a hitelt kihelyező pénzintézet ellenőrzési jogait a kölcsönszerződésben rögzítik, így ezen jogok korlátozottabbak, a hitelezett tőke védelmét szolgálják. A részvényesek ezzel szemben tulajdonosi jogokkal rendelkeznek, beleszólást gyakorolhatnak a vállalat működési kérdéseibe. Szavazati arányuk a részvényesi tőkéjük nagyságától függ. Nagyobb vállalatokra jellemző, szétaprózott részvényesi tulajdon esetén tulajdonosi jogaik gyakorlása nehézségekbe ütközik, hiszen, tulajdonosi jogaikat nem tudják hatékonyan gyakorolni.

FORRÁSSZERZÉS KÖTVÉNYKIBOCSÁTÁSSAL

A kötvény bemutatóra vagy névre szóló, hitelviszonyt megtestesítő értékpapír, mely alapján a kibocsátó kötelezettséget vállal arra, hogy a kötvényen megjelölt összeget, annak kamatát és egyéb járulékait, esetlegesen egyéb szolgáltatásokat a kötvény mindenkorai tulajdonosának, a kötvényen megjelölt időben és módon megfizeti/teljesíti.

A kötvény kibocsátásával és értékesítésével az adós beruházási célok finanszírozására, általában hosszú lejáratú pénzügyi kötelezettséget vállal, s ennek eredményeképp likvid pénzeszközökhöz jut. Ez a kötelezettség a kötvényen feltüntetett összeg (névérték), a meghatározott kamat, és az egyéb vállalt szolgáltatások megjelölt időben és módon történő fizetésére, illetve teljesítésére irányul. A kötvény tulajdonosa a kibocsátó cég üzletvitelére beleszólási joggal nem rendelkezik.

Az angolszász országokban a vállalati kötvények a legfontosabb hosszú lejáratú külső forrást jelentik, a magyar vállalatok esetében nem ennyire elterjedt. A magyar vállalatok tradicionálisan bankokhoz kötődnek és bankhitelből finanszírozzák befektetéseiket.

A kötvényeket többféleképpen csoportosíthatjuk. Elsősorban hozam szerint megkülönböztetők:

- fix kamatozású kötvény: a kötvény kamatlába előre rögzített és a futamidő alatt nem változik,

- változó kamatozású kötvény: a kötvény kamatlába előre meghatározott és a futamidő alatt változó, esetenként valamely változóhoz kapcsolt (pl. LIBOR, fogyasztói árindex, egy banki értékpapír kamatlába)
- örökjáradék kötvény
- elemi kötvény.

Kockázatuk alapján pedig megkülönböztetünk:

- visszahívható
- visszaváltható
- meghosszabbítható
- előresorolt
- hátrасorolt
- átváltható
- zálogjoggal fedezett
- fedezetlen
- bővli kötvényeket.

A kötvény futamideje szabadon megválasztható, vállalatok kibocsáthatnak hosszú lejáratra, akár 15–20 évre is kötvényeket. A kötvény értékpapír, ezért átruházható, forgatható. A zárt körben kibocsátott kötvények forgalomképessége kisebb, mint a nyílt kibocsátású kötvényeké.

A vállalatok rendszerint kamatszelvényes kötvényt bocsátanak ki. A kibocsátó a kötvény után kamatot, esetenként más szolgáltatást vagy egyéb járulékokat is ajánlhat.

A **kötvény kondícióit** a kibocsátó határozza meg. A kibocsátó dönt a kötvény névértékéről, darabszámáról, névleges kamatáról, futamidejéről, a kamat és a tőketörlesztés esedékességének időpontjáról stb.. A kibocsátó a kondíciók meghatározásánál a piaci feltételeket veszi figyelembe.

A kötvény **általában nem biztosít a befektető számára egyedi fedezetet**. A vállalat működésének egésze nyújt csak biztosítékot a kötvénybirtokos jövőbeni kifizetéseire. Ha a kibocsátó nem tudja teljesíteni a kötvény kibocsátásával vállalt kötelezettségeit, a hitelező felszámolási eljárás keretében megkísérelhet érvényt szerezni követeléseinek. Mindezen okokból kifolyólag a kötvényesek tájékozódását a kötvények kockázatáról a kötvény minősítése, besorolása segíti. Nagy pénzügyi tanácsadó cégek rendszeresen készítenek kötvényminősítést, sőt országokat is besorolnak hiteltartozásuk alapján. Például a Moody's nevű minősítő cég besorolása szerint a Ba, az S&P besorolás szerint BB, vagy ennél alacsonyabb minősítésű kötvényeket értéktelen ún. bővli kötvénynek tekintjük, amelyek nem befektetési minőségűek. Az ezek feletti minősítésű kötvények a befektetőknek ajánlott kötvények. A bővli kötvények általában magas kamatokot ígérnek, azonban a vállalat működésének nagy kockázata miatt alacsony besorolást kapnak. Többnyire feltörekvő, bizonytalan piaci körülményekkel szembesülő vállalatok kényszerülnek a szokásosnál magasabb kamatot ígérni vagy az olyanok, akik átalakításra szorulnak, és más módon nem képesek forrást szerezni.

Nem csak a befektetők válogathatnak a különböző hozamot, kockázatot és likviditást jelentő papírok között, a vállalatok is számos kötvénytípust kibocsáthatnak. Ilyenek a már megismert alaptípusok: kamatos kamatozású, diszkont és kamatszelvényes kötvény., Van azonban a kötvényeknek néhány különleges típusa is.

Átváltható kötvény

Egy átváltható kötvény kibocsátásával a társaság hitelszerű forráshoz jut, azonban a kötvénytulajdonos számára a rendes hitelezői jogok biztosítása mellett ún. opciós jogot biztosít, melynek értelmében a kötvény tulajdonosa a kötvény futamideje alatt a kötvényt részvényre válthatja a kibocsátónál. Az átváltható kötvény kibocsátása törzstőke emeléssel valósul meg. A kötvény kibocsátásával egyidejűleg a vállalat feltételesen tőkét is emel. A kibocsátó részvénné alakítható kötvényt általában az alaptőke törvényben meghatározott mértékéig bocsáthat ki.

Az e kötvényre vonatkozó rendelkezéseket is részletesen a kibocsátó vállalat alapszabálya állapítja meg. Az átváltható kötvény kibocsátására érvényes feltételeket a vállalat közgyűlésén határozzák meg, így többek között a kibocsátás módját (zárt vagy nyílt), a kötvények névértékét, darabszámát, kibocsátási értékét, a kötvények sorozatát, a kibocsátás idejét és helyét, a kötvény részvénné történő alakításához szükséges feltételeket, a kamatfizetés feltételeit, és a kötvény futamidejét. Az átváltható kötvény a kötvénytulajdonos döntésének megfelelően maradhat akár kötvény, vagy a futamidő folyamán – a kötvénytulajdonos kérésére–, átváltható részvénné. Átváltás esetén a kötvénytulajdonosból részvényes, azaz tulajdonosi jogokat gyakorló befektető keletkezik.

Akkor éri meg a befektetőnek átváltani a kötvényt, ha a kibocsátáskor meghatározott átváltási ár kisebb, mint a részvény aktuális piaci ára.

Visszahívható kötvény

A visszahívható kötvény szintén hitelviszonyt megtestesítő értékpapír, azzal, hogy a kibocsátó vállalat számára biztosítja azt a jogot, hogy általában visszahívási prémium fizetése mellett visszavásárolja a kötvényt annak tulajdonosától akár a futamidő vége előtt. A kötvény visszaváltása mellett dönthet a vállalat azért, mert a kibocsátáskor rögzített kamat magasabb, mint az időközben kialakult piaci kamat, és ezzel, az opció lehívását követően, a drága finanszírozási forrást lecserélheti olcsóbbra.

Kötvény zártkörű kibocsátása

Zártkörű értékpapír kibocsátásról beszélünk abban az esetben, ha az értékpapír előre rögzített, egyedi befektetői kör részére kerül kibocsátásra. A zártkörű kibocsátásra nem vonatkoznak a nyilvános kibocsátás szigorúbb szabályai: nem szükséges például, hogy a vállalat meghatározott ideje működjön, új vállalatok is élhetnek ezzel a forrásbevonással.

A kibocsátó vállalat – ez esetben is – előírt tartalmú ún. tájékoztatót (információs anyagot) készít, amelyet közvetlenül elküld egy előre meghatározott befektetői körnek. A tájékoztatónak tartalmaznia kell a kibocsátó gazdasági, pénzügyi és jogi adatait, az értékpapírra vonatkozó kondíciókat, valamint a forrás felhasználás céljára vonatkozó üzleti tervet. Ez alapján tájékozódnak a befektetők az értékpapír várható hozamáról és kockázatairól. A befektetők további információkat kérhetnek, ha a tájékoztató adatait nem tartják elegendőnek.

Kötvény esetében a tájékoztatót a kibocsátási terv egészíti ki. A kibocsátási tervben az értékpapírra vonatkozóan az alábbi adatokat kell szerepeltetni:

- a kötvény törvényes kellékeit,
- a kibocsátás teljes összegét,
- a kibocsátás címletbeosztását,
- a kötvények darabszámát,
- a kötvényen alapuló kötelezettségek teljesítésének tervezett pénzügyi fedezetét,
- a kötvényvásárlók tervezett körét,
- az érdekeltek tájékoztatásának módját,
- a kibocsátó pénzügyi helyzetére vonatkozó tájékoztatást,
- mellékelni kell a kötvény szövegtervezetét.

A zártkörű kibocsátás a kibocsátó és a befektető bizalmi viszonyán alapszik. Nem szükséges hozzá a Felügyelet (PSZÁF, Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete) hatósági engedélye, csupán bejelentési kötelezettség terheli a kibocsátót. Azonban a Felügyelet megtilthatja a kibocsátást abban az esetben, ha a vállalat megsérti a zártkörű kibocsátás szabályait.

Kötvények árazása

Egy kötvény árfolyama az általa biztosított, jövőbeli pénzáramlások jelenértéke, amelyet vagy a kötvény névértékének százalékában, vagy tényleges pénzügyi összegben adunk meg. Az elemi (diszkont, zéró kupon) kötvény jellegzetessége, hogy nem fizet kamatot. Kibocsátója arra vállal kötelezettséget, hogy lejáratkor, egy összegben visszafizeti a kötvény névértékét. Ennek a kötvénynek tehát egyetlen pénzáramlása van, amely lejáratkor esedékes. Ennek megfelelően egy T év futamidejű elemi kötvény árfolyamát a következőképpen számíthatjuk ki:

$$P_T = \frac{1}{(1+r_T)^T}$$

ahol az r_T a T év futamidőhöz tartozó hozam.

Egy fix kamatozású kötvény árfolyamát hasonlóképpen számíthatjuk ki. A feladat annyival bonyolultabb, hogy több pénzáramlást kell figyelembe vennünk, és mindegyikhez meg kell találnunk a megfelelő hozamot, amivel diszkontálhatunk. Képletszerűen:

$$P_T = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r_t)^t}$$

ahol r_t a t év futamidőhöz tartozó hozam, CF_t a t év múlva esedékes pénzáramlás.

TULAJDONOSI TŐKÉBŐL TÖRTÉNŐ FORRÁSSZERZÉS

Részvénykibocsátásból eredő forrásszerzést olyan nagy jelentőségű beruházások esetében célszerű alkalmazni, melyek hosszú távra megalapozzák a cég gazdaságos működését.

Törzsrészvények

Részvény kibocsátása sok nagyvállalat számára a legfontosabb forrásszerzési lehetőséget jelenti. A részvény a részvénytársaságok alapításakor, vagy alaptőke emelésekor kibocsátott, tulajdonosi jogot megtestesítő értékpapír. A részvénytársaságok alapításakor a törzsrészvények kibocsátásával gyűjtik össze a vállalat indulásához szükséges alaptőkét. A részvények névértéke az alaptőkéhez való hozzájárulás nagyságát mutatja. A papírok összesített névértéke a társaság jegyzett tőkéjével egyenlő. A részvény lejárat nélküli értékpapír, a kibocsátó számára a végleges tőkeszerzés lehetőségét kínálja, míg a befektető likvid vagyontárgy birtokába kerül a vétel során. A részvényes a másodlagos piacon a részvény eladásával tudja kivonni tőkéjét az adott vállalatból anélkül, hogy ez a tranzakció érintené a vállalat működését, forrással történő ellátását.

A részvények kibocsátása során a zárt jegyzésű részvénytársaságok részvényeit zárt befektetői körben jegyzik le. A nyíltjegyzésű részvénytársaságok esetében van lehetőség arra, hogy a részvényeket szélesebb befektetői réteg, akár tőzsdén vagy más szabályozott piacon keresztül vásárolja meg.

A részvénytársaságok jellemzően nagyvállalatok, ahol a tulajdonosok a vállalat vezetését szakképzett vezetőkre bízzák, és a tulajdonosi jogaikat elsősorban szavazati joguk révén gyakorolják.

A részvénytársaság által kibocsátott részvények döntő része külső befektetők tulajdonában van, esetenként azonban lehet a vállalat tulajdonában is, szintén törvényben meghatározott mértékig, és ideig maga a vállalat is tarthat a saját részvényeiből.

A tulajdonosi tőke értékelése során a részvényhez kötődő vagyoni és tagsági jogokból indulunk ki, amely a vállalat számára kötelezettségek teljesítését és jogok biztosítását jelenti.

Részvényhez kötődő vagyoni jogok

Részvényhez kötődő legáltalánosabb vagyoni jog, az osztalékhoz és likvidációs hányadhoz való jogot biztosítja. A részvények különleges jogot is tartalmazhatnak, pl. elővásárlási jogot, warrant jogot.

1. Osztalékhoz való jog

A részvényesek a vállalat eredményéből osztalék formájában részesednek. A vállalati közgyűlés dönt az osztalék kifizetéséről az igazgatóság előterjesztése alapján. Az osztalékot reziduális jövedelemnek tekintjük, más forrásbiztosítók követelését a részvényesek előtt elégitik ki. Ha a vállalat elsőbbségi részvényekkel is rendelkezik, az elsőbbségi részvényesek osztaléka is előbbre sorolt.

2. Likvidációs hányadhoz való jog

A részvény lejárat nélküli követelés. Különleges helyzetekben a vállalat csődje vagy felszámolása esetén a részvényesnek követelése van a vállalat vagyonával szemben. Követelése korlátozott, csak a részvénytőke befektetés erejéig terjed. A likvidációs hányad a vállalat vagyonából más hitelezők kielégítése után maradó részt jelenti.

3. Elővásárlási jog (stock rights)

A részvényes azon jogát jelenti, hogy ha a vállalat új részvényt bocsát ki, akkor a korábbi részvényes elővásárlási jogot kap az új részvényből történő vásárlásra, legfeljebb olyan arányban, amilyen a korábbi részesedése volt. Ha korábban a részvények 10%-át birtokolta, akkor az új részvényekből is 10%-ot vehet. A részvényes nem biztos, hogy él ezzel a jogával, ez a jog egyfajta opciót jelent.

A vállalat jelenlegi részvényesei számára alternatívák:

- a) él a joggal és vásárol,
- b) eladja a jogot,
- c) nem tesz semmit sem.

Az első alternatíva segítségével megőrzi tulajdoni arányát a kibocsátást követően, amely az elővásárlási jog felajánlásának elsődleges célja. A második esetben nem kívánja részesedését megőrizni.

4. Tagsági jogok – részvényesi kontroll

A részvényeseket az alábbi tagsági jogok illetik meg:

- a részvényes jogosult a közgyűlésen részt venni, ott észrevételt tenni, felvilágosítást kérni, szavazni, indítványozni;
- a közgyűlés napirendjén szereplő ügyekben jogosult információt kérni, melyet egyetlen okból tagadhat meg az igazgatóság: ha az információ szolgáltatása üzleti titkot, vagy a társaság gazdasági érdekét sérti.

Részvények zártkörű kibocsátása

A részvények zártkörű kibocsátásakor elsősorban a Társasági törvényben, valamint az Értékpapír törvényben foglalt szabályokat kell betartani. A részvény kibocsátása történhet a társaság alapításakor, vagy az alaptőke felemelése során. A zártkörű részvénytársaság alapítása esetén a részvények kizárólag névre szólóak lehetnek. A zártkörű részvénytársaság alapításakor jellemzően az alapítók állapotnak meg abban, hogy a társaság által kibocsátandó részvényt milyen arányban jegyzik le egymás között. Ebben az esetben nem kell kibocsátási tájékoztatót készíteni. A részvényjegyzést és az alakuló közgyűlést az alapító okirat elkészítése helyettesíti. Az alapítók kötelesek a részvényeik kibocsátási értékének törvényben meghatározott százalékát a cégbejegyzési kérelem benyújtásáig befizetni.

A részvények zártkörű forgalomba hozatala esetén mind az alapítás, mind az alaptőke emelés esetén, a közgyűlési határozatot, valamint a részvényesek szándéknyilatkozatát a Felügyeletre kell benyújtani, majd a cégbírósági bejegyzés során a Felügyeleti bejelentést igazolni kell. Az alapító okirat elkészítését követően a társaság megalakulását a cégbíróságnál kell bejelenteni a bejegyzési kérelem útján. A bejegyzési kérelem cégbírósági benyújtását követően a társaság elő társaságként működhet, amíg a cégbírósági bejegyzés meg nem történik. A társaság cégjegyzékbe való bejegyzésétől számított egy éven belül a részvény teljes kibocsátási értékét be kell fizetni, illetve az apportot rendelkezésre kell bocsátani.

A zártkörű részvénykibocsátásnál is érvényes szabály, hogy a kibocsátást a Felügyeletnek be kell jelenteni, de a felügyelet csak azt vizsgálja, hogy a kibocsátás megfelel-e a zártkörűség feltételeinek és nem kell engedélyeztetni a kibocsátást.

Értékpapírok nyilvános forgalomba hozatala

A befektetési bankok (befektetési szolgáltatók), és a befektetési banki szolgáltatásokat is nyújtó ún. univerzális bankok egy része is a tőkepiacon közvetítői szerepet játszik a megtakarítások felett rendelkezők (ezek nem feltétlen maguk a megtakarítók, hiszen a megtakarítások nagyobbik része megbízott vagyonkezelő szervezeteknél van) és a finanszírozási források bevonása érdekében értékpapírokat kibocsátók (értékesítők) között.

Ezen szolgáltatók közreműködésével, általában szabályozott értékpapírpiacra (tőzsdén) kerül sor részvények nyilvános forgalomba hozatalára, melyen akár magánbefektetők is hozzájuthatnak a részvényekhez.

Részvények árazása

Egy részvény tulajdonosának jövedelme két forrásból származik: várható osztalékfizetés, valamint várható árfolyamnyereség.

Egy periódus esetén: $r = (DIV_1 + P_1 - P_0) / P_0$, azaz $P_0 = (DIV_1 + P_1) / (1 + r)$

Több periódus esetén: $P_0 = DIV_1 / (1+r) + DIV_2 / (1+r)^2 + DIV_3 / (1+r)^3 + \dots + DIV_n / (1+r)^n + P_n / (1+r)^n$

ahol DIV_n az n . évi osztalék, P_n az n . évi árfolyam, r a hozam.

TŐKEBEVONÁS EGYÉB FORMÁI

Üzleti angyalok

Az üzleti angyalok azok a befektetők, akik az innovatív vállalkozásokat már a kezdeti stádiumban (early stage) felkarolják. Az üzleti angyalok magánemberek, akik korábbi vállalkozásaik során jelentősebb vagyona és – meghatározott területeken – szakértelemre tettek szert, s akik magánvagyonukat kockáztatva szállnak be a számukra ígéretesnek tűnő, induló vállalkozásokba. Azt remélik, hogy a kiválasztott cégek részben az ő tőkebefektetésük és a tőlük származó tanácsok nyomán úgy felértékelődnek, hogy azokból néhány év elteltével kiszállva jelentős haszonra tehetnek majd szert.

A nagy kockázat ellenére tehát kezdő vállalkozásokat keresnek, amelyek közül – bízva saját üzleti szimatukban, szakterületi ismereteikben – kiválasztják az ideálisnak véltet, és átlag feletti haszonban reménykedve befektetnek. Köztudott ugyanis, hogy a legtöbbet nyerni a befutó, kezdő vállalkozásokon lehet. Néhány év alatt a vállalkozás értéke négy-ötszörösére nőhet, ez kivételes profitot jelent a szerencsés befektetőnek. Az üzleti angyal ezekre a lehetőségekre vadászik. Felkutatja azokat az ígéretes ötleteket, vállalkozásokat, amelyek adott formájukban még nem számíthatnak egyéb anyagi, intézményi befektetői segítségre. Ennek a szektornak a partnerei tehát a feltalálók és a szabadalommal rendelkező mikrovállalkozások, amelyeknek sem elég tőkéjük, sem kidolgozott üzleti tervük, sem rátermett menedzsmentjük nincs arra, hogy megoldásukat hasznosítsák, és egyetlen számottevő vagyonuk szellemi tőkéjük, amely azonban jogvédelem alatt áll, tehát az üzleti monopoljogok biztosíthatják a megtérülést.

Tevékenységük nagyon hasznos a vállalkozás számára, mert a bevitt pénz mellett a vállalat értékét egyéb módszertani fejlesztések révén tovább emelik. Így például megvalósíthatósági tanulmányt (feasibility study), üzleti tervet (business plan) készítenek a projekthez, így azok már sokkal vonzóbbak egy következő, nagyobb befektető számára, aki mellel az üzleti angyal üzletrészét is kivásárolja jóval magasabb áron, mint az eredeti befektetés volt.

Bár ez a kockázattőke-befektetés legkockázatosabb válfaja, mivel még sem az elképzelés, sem a technológia, sem a vállalkozó, sem a piac nem bizonyított, a finanszírozási döntést rendszerint nem előzi vagy alapozza meg különösebb vizsgálódás, gazdasági, illetve üzleti elemzés.

Az üzleti angyalok előtt álló legfontosabb feladatok a következők:

a találmány szerinti megoldás működőképességének és előnyeinek demonstrálása – ahogyan azt A befektetői gondolkodás alapjai c. fejezetben bővebben bemutattuk,

- a gyártmányfejlesztés,
- az üzleti terv kidolgozása,

- további partnerek, gyártók, terjesztők vagy a gyártáshoz és a terjesztéshez további befektetők keresése.

A fentiek alapján megállapíthatóak az üzleti angyalok fő jellegzetességei:

- Elsősorban nagy vagyonnal rendelkező magánszemélyek közül kerülnek ki.
- Általában helyi érdekeltséggel rendelkező, sikeres, volt vállalkozók, akik olyan projekteket keresnek, amelyeket megértenek. Ezért csak saját szűk, ismert szakterületük iparágába fektetnek, hisz itt remélhetik, hogy képesek felfedezni az életképes és jövedelmező kezdeményezéseket. Így, ha nem tartozunk egy angyal iparági érdeklődési körébe, valószínűleg kár is minden próbálkozásért.
- Minimum 3–4 millió forintnyi befektetést biztosítanak, de ha úgynevezett szindikátusba tömörülve lépnek fel, akár százmillió forintot meghaladó összeget is képesek előteremteni.
- Nagyon gyorsan – akár napok alatt is – képesek döntést hozni a befektetést illetően, szemben a későbbiekben bemutatott befektetői csoportokkal, akik akár egy évig is vacillálhatnak. S mint tudjuk, kétszer ad, aki gyorsan ad. Fokozottan igaz ez az innovatív vállalkozások esetében.
- Többnyire nagyobb beleszólási lehetőséget követelnek meg a vállalkozásban, mint más befektetők. Ez szakmai és üzleti ismereteiknek köszönhetően igen jótékonyan is hat a vállalkozásra, különösen a kezdeti időszakban, ám egy idő után megvan a veszélye annak, hogy a vállalkozó úgy érzi, kivették a kormányt a kezéből, őt egyre inkább a háttérbe szorítják, és ez komoly konfliktusok forrása lehet. Jó előre meg kell állapodni a feltételekben, kinek meddig terjed a hatásköre a cégvezetésben, kutatás-fejlesztésben.

Kockázati tőke

A kockázati tőkebefektetéseknek markáns jellemzőik vannak, amelyek a következők:

- A kockázati tőkebefektetés részvételi tőkebefektetést jelent és a finanszírozó szerepe általában nem merül ki a tőke biztosításában, hanem részt vállal a vállalkozás irányításában is.
- A kockázati tőkebefektetés időtávja általában 3–7 év.
- A befektetés célpontjai a tőzsdén még nem jegyzett vállalkozások.
- A kockázati tőkebefektető nem az osztalékhozam maximalizálásában érdekelt, hanem a vállalat minél gyorsabb fejlődésében és értéknövekedésében.
- A kockázati tőke a vállalatot nem tőkekivonás útján hagyja el, hanem a tőkerész eladásával. Az eladásnak több útja is van, kezdve az életképtelen vállalkozás eszközeinek értékesítésétől a jól menő vállalat tőzsdei eladásáig.

Az angol terminológiában private equity-nek nevezett kockázati tőkén belül kisebb csoportot jelent a klasszikus kockázati tőke (venture capital). A klasszikus kockázati tőke alapvetően a vállalkozások korai szakaszában fektet be, míg az érettebb szakaszban levő társaságokba való befektetést fejlesztői tőkének (development capital) nevezik.

A kockázatitőke társaság általában a cég fejlődésének korai szakaszában fektet be. Ezek a többnyire befektetési alapokként működő befektetők olyan társaságokat keresnek, amelyek valamilyen know-how, innováció vagy egyedülállónak ígérkező piaci lehetőség kiaknázásával gyors és erőteljes növekedésre számítanak. A befektetés pillanatában a vállalat még nem feltétlenül rendelkezik számottevő piaci pozícióval, hanem a kockázati tőkés egy, a siker zálogának tekintett tényezőre alapozza befektetését. Amennyiben ez mégsem váltja be a hozzá fűzött reményeket, a társaság könnyen csődbe mehet. A befektetők kockázata ezért igen magas, amit akár 30–40 % körüli elvárt éves hozam is tükröz. Az esetek jelentős részében meghatározó tulajdoni részesedésre törekszenek, esetenként ragaszkodnak a többséghez. Ezáltal képesek a társaság tevékenységét szorosan követni.

Private equity

Jellemzően olyan társaságokba fektetnek, amelyek már bizonyítottak a piacon, de további növekedésüknek finanszírozási korlátai vannak, ugyanakkor tőzsdei megjelenést nem kívánnak vagy arra még éretlenek. A befektetők célja az, hogy a társaságok a rájuk bízott pénzzel középtávon érjenek el jelentős növekedést. Befektetéseik horizontja általában 2–5 év. Tulajdoni hányadukat gyakran a tőzsdei bevezetésig megtartják, de az is előfordul, hogy szakmai befektetőknek értékesítik.

TANULÁSIRÁNYÍTÓ

1. Gondoljuk végig, hogy mely kérdések tartoznak egy vállalat beruházási és mely kérdések a forrásszerzési döntéseik közé!
2. Mely döntéstámogató eszközök állnak rendelkezésünkre egy beruházási döntés meghozatala során? Mire kell odafigyelni az egyes – egyszerűbb és komplexebb – eszközök alkalmazása, és belőlük levonható következtetések elemzése során?
3. Juthatunk ugyanazon projekt vizsgálata során különböző eredményre a megtérülési idő, a nettó jelenérték vagy a belső megtérülési idő alkalmazásával? Mi alapján válasszuk ki a megfelelő eszközt?
4. Miután meghoztuk a megfelelő beruházási döntésünket, térjünk át a beruházási döntéshez szükséges források előteremtésének vizsgálatára!
5. A finanszírozási döntés meghozatalakor számba kell vennünk, hogy
 - egy vállalat befektesse-e egyáltalán nettó nyereségét vagy fizesse ki inkább osztalék formájában?
 - ha a vállalatnak a rendelkezésre állónál több pénzre van szüksége, részvényt, kötvényt bocsásson-e ki, vagy vegyen fel esetleg bankhitelt?
 - hosszú vagy rövid távú kötvényeket bocsásson ki?
 - normális, átváltható vagy visszahívható kötvények kibocsátásával érdemes-e a hitelt felvenni,
 - találunk-e egy olyan befektetői csoportot, amely elegendő forrást tud biztosítani egy zártkörű kibocsátáshoz, vagy mindenképpen nyilvános kötvény- vagy részvénykibocsátásra van szükségünk?

6. Kötvénykibocsátás esetén számos kötvénytípust választhatunk. Vegyük sorra ezek tulajdonságait, előnyeit és hátrányait!
7. Részvények kibocsátásának – kiváltképp nyilvános formában – rengeteg feltétele létezik. Mérlegeljük ezeket a feltételeket!
8. Gondoljuk végig, hogy a belső és a hagyományos külső forrásteremtési lehetőségeken túl milyen egyéb lehetőségek kínálóznak forrásteremtésre!

MUNKKANYAG

ÖNELLENŐRZŐ FELADATOK

1. feladat

Tegyen különbséget a befektetés és a beruházás fogalma között!

2. feladat

Mely mérlegsorok tartoznak a finanszírozási döntések kategóriájába?

3. feladat

Egy projekt elindításakor két lehetőség, pontosabban két termelő gép vásárlása mellett dönthetünk. Az 1. gép beruházási igénye 8 millió Ft és 6 évig évente 2 millió Ft profitot termel, a 2. gép viszont 25 millió Ft-ba kerül, de képes 10 éven át évi 5 millió Ft hasznot hozni. (Tekintsünk el az amortizációs és egyéb költségektől.) Az elvárt hozam 10 %.

Számítsuk ki mindkét esetben a:

- megtérülési időt,
- diszkontált megtérülési időt,
- nettó jelenértéket.

4. feladat

Egy vállalat 100.000 Ft névértékű átváltható kötvényt bocsátott ki névértéken. A kötvény kibocsátásakor rögzítették, hogy minden egyes kötvényt tulajdonosa 5 törzsrészvényre cserélhet át. Ez esetben

- mekkora az átváltási arány?
- mekkora az átváltási ár?

5. feladat

Egy vállalat 500 millió forintos beruházása megvalósításának finanszírozásához kötvénykibocsátást tervez 100 millió Ft értékben. Két lehetőség merül fel:

1. futamidő: 6 év, névleges kamatláb: 13 %, piaci kamatláb: 8 %, névérték: 100.000 Ft, törlesztés: minden év végén, egyenlő részletekben
2. futamidő: 5 év, névleges kamatláb: 11 %, piaci kamatláb: 8 %, névérték: 100.000 Ft, törlesztés: lejáratkor egy összegben.

Ön, mint a vállalat pénzügyi vezetője, melyik kötvény kibocsátását javasolja?

6. feladat

Mennyi az árfolyama annak a kötvénynek, amelyet 10 év múlva törlesztenek,

- névleges kamatlába: 12%
- az aktuális piaci kamatláb: 15%

Mennyi az előző példában szereplő kötvény szelvényhozama?

7. feladat

Egy részvény egy év múlva 100 Ft osztalékot fizet, várható árfolyama egy év múlva 5.500 Ft. A részvénytől elvárt hozam évi 23%. Mennyi a részvény mai árfolyama?

8. feladat

Egy részvényre holnap fizetnek 250 Ft osztalékot. Egy év múlva várhatóan további 350 Ft osztalékot fizetnek, majd az év végén a becslések szerint 3.500 Ft-ért eladható lesz a részvény. Az alternatív befektetések hozama 18%.

- Mekkora a részvény értéke?
- Mekkora a részvény várható osztalékfizetés után árfolyama, ha a jelenlegi (mai) árfolyam 3.750 Ft?

MEGOLDÁSOK

1. feladat

A befektetés kifejezés általánosabb, pénzeszközök lekötését jelenti későbbi hozam reményében, azokat a pénzkidadásokat, amelyek révén a vállalat hosszú élettartamú eszközökhöz jut (befektetett eszközök).

A beruházás fogalma szűkebb, tárgyi eszköz létesítését jelenti, hozam (megtérülés) céljából.

2. feladat

A saját tőke, ezen belül a tőketartalék, eredménytartalék, és a mérleg szerinti eredmény, valamint a kötelezettségek.

3. feladat

Idő (t)	1. gép			2. gép		
	pénzáramlás	diszkontált érték	kumulált	pénzáramlás	diszkontált érték	kumulált
0	-8 000 000			-25 000 000		
1	2 000 000	1 818 182	1 818 182	5 000 000	4 545 455	4 545 455
2	2 000 000	1 652 893	3 471 074	5 000 000	4 132 231	8 677 686
3	2 000 000	1 502 630	4 973 704	5 000 000	3 756 574	12 434 260
4	2 000 000	1 366 027	6 339 731	5 000 000	3 415 067	15 849 327
5	2 000 000	1 241 843	7 581 574	5 000 000	3 104 607	18 953 934
6	2 000 000	1 128 948	8 710 521	5 000 000	2 822 370	21 776 303
7				5 000 000	2 565 791	24 342 094
8				5 000 000	2 332 537	26 674 631
9				5 000 000	2 120 488	28 795 119
10				5 000 000	1 927 716	30 722 836

A táblázatból leolvasható, hogy a megtérülési idő:

1. gép esetén: $4 * 2.000.000 = 8.000.000$, azaz 4 év

2. gép esetén : $5 * 5.000.000 = 25.000.000$, azaz 5 év

a diszkontált megtérülési idő:

1. gép esetén: $5 + (8\,000\,000 - 7\,581\,574) / 1\,128\,948 = 5,37$ év

2. gép esetén : $7 + (25\,000\,000 - 24\,342\,094) / 2\,332\,537 = 7,28$ év

a nettó jelenérték:

1. gép esetén: $8\,710\,521 - 8\,000\,000 = 710\,521\text{Ft}$

2. gép esetén: $30\,722\,836 - 25\,000\,000 = 5\,722\,836\text{ Ft}$

4. feladat

Átváltási arány: 5, azaz minden kötvényért 5 db részvény jár.

Átváltási árfolyam: $100.000 / 5 = 20.000\text{ Ft}$ részvényenként.

5. feladat

A megoldáshoz a névleges kamatláb alkalmazásával ki kell számítanunk az éves kamatfizetési kötelezettségünket, amelynek összege a fennálló tőketartozás után fizetendő. Az 1. kötvény 5 évig évente egyenlő mértékben, azaz 20.000 Ft-ot törleszt, a 2. pedig 6. év végén egy összegben. Az évente esedékes kamatfizetéseket, valamint tőketörlesztéseket összeadva, majd ezeket diszkontálva kapjuk az évente fizetendő összegek jelenértékét, ezeket összeadva pedig a kötvény jelenértékét. Pénzügyi vezetőként az alacsonyabb jelenértékű, azaz az 1. kötvényt választanánk. A számításokat az alábbi táblázat tartalmazza.

idő (év)	1. kötvény					2. kötvény			
	kamatfizetés	tőketörlesztés	fennmaradó tőke	összesen fizetendő	diszkontálva	kamatfizetés	tőketörlesztés	összesen fizetendő	diszkontált
1	13 000	20 000	100 000	33 000	30 556	11 000	-	11 000	10 185
2	10 400	20 000	80 000	30 400	26 063	11 000	-	11 000	9 431
3	7 800	20 000	60 000	27 800	22 069	11 000	-	11 000	8 732
4	5 200	20 000	40 000	25 200	18 523	11 000	-	11 000	8 085
5	2 600	20 000	20 000	22 600	15 381	11 000	-	11 000	7 486
6	-	-	-	-	-	11 000	100 000	111 000	69 949
Jelenérték (szumma évente összesen fizetendő)					112 591				113 869

6. feladat

Az árfolyam az évente fizetendő kamatok, valamint a 10. év végén fizetendő tőketörlesztés diszkontált értékeinek összege: 84,94 Ft.

A szelvényhozam pedig az évente esedékes kamatfizetés fenti árfolyamra vetített értéke, azaz $12 / 84,94 = 14,13\%$

7. feladat

Egy részvény egy év múlva 100 Ft osztalékot fizet, várható árfolyama egy év múlva 5.500 Ft. A részvénytől elvárt hozam évi 23%. Mennyi a részvény mai árfolyama?

8. feladat

A részvény értéke: $250 + (350+3500)/1,18 = 3.512,8$ Ft

Az osztalékfizetés előtti árfolyam: 3.500 Ft

MUNKANYAG

IRODALOMJEGYZÉK

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Brealey , R. és Myers, S. C.: Modern Vállalati Pénzügyek, Panem–McGraw–Hill, 1998.
- Fazakas Gergely, Gáspárné Vér Katalin és Soós Renáta: Bevezetés a pénzügyi és vállalati pénzügyi számításokba. Tanszék Kft., 2003.
- Banküzemtan. Tanszék Kft., Bp. 1994.
- Tétényi Zoltán – Gyulai László: Vállalkozásfinanszírozás. Saldo Rt., 2001.

AJÁNLOTT IRODALOM

- Kresalek Péter: Tervezés a vállalkozások gyakorlatában. BGF., 2003.

MUNKANYAG

A kiadvány az Új Magyarország Fejlesztési Terv
TÁMOP 2.2.1 08/1-2008-0002 „A képzés minőségének és tartalmának
fejlesztése” keretében készült.

A projekt az Európai Unió támogatásával, az Európai Szociális Alap
társfinanszírozásával valósul meg.

Kiadja a Nemzeti Szakképzési és Felnőttképzési Intézet
1085 Budapest, Baross u. 52.

Telefon: (1) 210-1065, Fax: (1) 210-1063

Felelős kiadó:
Nagy László főigazgató