

**DR. KATITS ETELKA**

**A HALADÓ VÁLLALATI  
(ÉLETCIKLUS)  
PÉNZÜGYEK**

**Pénzügyek változ(tat)ások idején**

**DR. KATITS ETELKA**

**A HALADÓ VÁLLALATI  
(ÉLETCIKLUS)  
PÉNZÜGYEK**

**Pénzügyek változ(tat)ások idején**

**Soproni Egyetem  
Lámfalussy Sándor Közgazdaságtudományi Kar**

**Sopron**

**2017**

**Szerző: DR. HABIL KATITS ETELKA PHD.**  
egyetemi docens  
Soproni Egyetem  
Lámfalussy Sándor Közgazdaságtudományi Kar  
Pénzügyi és Számviteli Intézet

**Lektor: PROF. DR. BÉLYÁ CZ IVÁN**  
egyetemi tanár, az MTA rendes tagja  
Pécsi Tudományegyetem  
Közgazdaságtudományi Kar  
Pénzügy és Számvitel Intézet

**Felelős kiadó: PROF. DR. NÉMETH RÓBERT**  
tudományos és külügyi rektorhelyettes



**Soproni Egyetem Kiadó**

**ISBN 978-963-334-303-6**

A tananyag a Pallas Athéné Domus Scientiae Alapítvány támogatásával készült. A benne foglaltak a szerző véleményét tükrözik, ezért azok nem tekinthetők a Pallas Athéné Domus Scientiae Alapítvány hivatalos álláspontjának.

## TARTALOM

<b>BEVEZETÉS</b>	<b>8</b>
<b>1. A VÁLLALATI PÉNZÜGYEK TARTALMÁNAK NÉZŐPONTJAI</b>	<b>10</b>
1.1. <i>A hagyományos vállalati pénzügyek</i>	10
1.2. <i>A modern vállalati pénzügyek</i>	11
1.3. <i>A vállalati életciklus pénzügyek</i>	12
1.4. <i>A 'turnaround' szemlélet és a változ(tat)áskezelés</i>	14
<b>2. A MŰKÖDÉS MEGKEZDÉSÉNEK PÉNZÜGYI TERVEZÉSE</b>	<b>18</b>
2.1. <i>A megtérülési várakozások és a tőkeszükséglet összehangolása, avagy a 'durva' eredményterv készítése</i>	19
2.2. <i>Az érzékenységvizsgálat</i>	23
2.3. <i>A tervezett eredménykimutatás</i>	25
2.4. <i>A tervezett mérleg</i>	26
2.5. <i>A pénzáram előrebecslés</i>	29
2.6. <i>Az alapok forrása és felhasználása tervezése</i>	30
2.7. <i>A fedezeti ponthoz tartozó mennyiség és árbevétel számítása</i>	32
2.8. <i>A tulajdonosi (saját) tőkével kapcsolatos mérlegelési módok</i>	32
2.8.1. <i>Az új tulajdonos belépése</i>	32
2.8.2. <i>A belépési ár meghatározása</i>	33
2.8.3. <i>Az új tag részesedése</i>	34
2.8.4. <i>Az új törzsrészesvényesek belépése</i>	35
2.9. <i>A startup cégek: a sikerre kiél(h)ezve</i>	41
<b>3. A VÁLLALATI NÖVEKEDÉS PÉNZÜGYEI</b>	<b>48</b>
3.1. <i>A növekedési stratégiák: a vállalati növekedés belső és a külső módozata</i>	49
3.2. <i>A vállalati növekedés útjai</i>	52
3.3. <i>A vállalati növekedés külső módozatai életszakaszok szerint</i>	55
3.4. <i>A vállalati növekedési potenciálok feltárása és kihasználása</i>	56
3.5. <i>Az eredményorientált vizsgálati módszer</i>	58
3.6. <i>A vagyonorientált vizsgálati módszer</i>	59
3.7. <i>A kombinált vizsgálati módszer</i>	60
3.7.1. <i>A növekedési kilátások</i>	60
3.7.2. <i>A növekedési arány</i>	62
3.7.3. <i>A növekedési rugalmasság</i>	63
3.8. <i>A belső finanszírozási erő összetevői és kalkulálása</i>	64
3.8.1. <i>A belső finanszírozási kapacitás összetevői</i>	64
3.8.2. <i>Az IGR ráta számítása</i>	64
3.8.3. <i>A SFGR ráta számítása</i>	66
3.8.4. <i>A jövedelmezőségi mix</i>	68
3.8.5. <i>A vállalati kockázati mix</i>	71
3.9. <i>A külső finanszírozási kapacitás összetevői és kalkulálása</i>	76
3.9.1. <i>Az EFN számításának esetei</i>	76
3.9.2. <i>A SGR ráta számítása</i>	78
3.9.3. <i>A FGR ráta számítása</i>	84
3.10. <i>A vállalati növekedés négy pénzügyi forgatókönyve</i>	86
3.11. <i>Az operatív finanszírozási igény építőkövei</i>	88
3.11.1. <i>A működési cash ciklus</i>	88
3.11.2. <i>A forgási idő</i>	88
3.11.3. <i>„A vevő finanszírozza a szállítót!”</i>	90
3.11.4. <i>A finanszírozási idő</i>	90

3.11.5. A pozitív és likvid forgótőke	91
3.11.6. Az időtartam mutatószám	91
3.12. <i>A vállalati növekedés, mint értéketermináns</i>	92
3.12.1. Az extern és a direkt növekedés mérése	92
3.12.2. Az értékgenerátorok elemzése	95
3.12.3. A szabad pénzáram tervezése az értékgenerátorokkal	101
3.12.4. A <i>cash flow</i> körülhatárolás és tőkeérték meghatározás	102
3.12.5. A <i>SV</i> növekedés elemzésének lépései	107
3.12.6. Az értékgenerátor modellek	111
3.12.6.1. Az értékesítés megtérülési modellje	114
3.12.6.2. A tőkebevonási és -megtérülési modell	117
3.12.6.3. Az értékgenerátor modellek variánsai és tovább fejlesztésének lehetőségei	117
<b>4. A VÁLLALATI MŰKÖDÉS MEGŐRZÉSÉNEK PÉNZÜGYEI</b>	<b>121</b>
4.1. <i>A jövedelemtermelő képesség fenntartása fedezeti analízis segítségével</i>	121
4.2. <i>A termelési lehetőségek vizsgálata a piaci kereslet függvényében</i>	122
4.3. <i>A tőkemegőrzés és a fizikai vagyon fenntartása az árszínvonal változás és a     technikai fejlődés függvényében</i>	122
4.3.1. A nominális és a reális tőkemegőrzés	123
4.3.2. Az abszolút és a relatív állagfenntartás	125
4.3.3. Az állagfenntartás és a tőkestruktúra összefüggései	128
4.3.4. A vállalati működés fenntartása számviteli és pénzáram szemléletben	129
4.4. <i>A vállalati tőkekivonás és racionalizálás</i>	132
<b>5. A VÁLLALATI HANYATLÁS ÉS VÁLSÁG PÉNZÜGYEI</b>	<b>136</b>
5.1. <i>A lehetséges vállalati válságtípológiák</i>	138
5.2. <i>A válság két alaptípusa</i>	138
5.3. <i>A fejlődő válság fázisai</i>	140
5.3.1. A három tipikus fázis	140
5.3.2. A fejlődő válság fázismodellje	141
5.3.3. A látens válság megjelenése és okai	144
5.4. <i>A vállalati válság = csőd?</i>	147
5.5. <i>A válságtípusok különböző megnyilvánulása az éves beszámolóban</i>	147
5.6. <i>A vállalati válságmenedzselés szakaszai</i>	149
5.6.1. A preventív válságmenedzselés	149
5.6.2. A <i>turnaround</i> menedzselés	156
5.6.2.1. A preventív <i>turnaround</i>	156
5.6.2.2. A reorganizációs <i>turnaround</i>	156
5.6.2.3. A reaktív <i>turnaround</i>	157
5.6.2.4. A <i>soft landing turnaround</i>	157
5.6.2.5. A <i>quick take off turnaround</i>	161
5.6.2.6. A <i>turnaround</i> menedzselés négylépcsős modellje	165
5.6.2.7. A szerkezetátalakítási potenciál feltárásának fontossága	168
5.6.3. A kríziskezelés	169
5.7. <i>Javaslatok a csődállapot (csődbejelentési kritérium) meghatározására</i>	172
5.8. <i>A helyzetátfordítási terv, mint a konfliktuskezelés eszköze</i>	180
5.9. <i>„A tovább működni vagy csődöt jelenteni?”-döntés mérlegelése</i>	181
5.10. <i>A reorganizáció</i>	183
5.10.1. A vállalati reorganizáció és a reorganizációs tervezés fogalma	184
5.10.2. A vállalati reorganizáció, a szanálás, a felszámolás és a csőd össze- függései	185

5.10.3. A vállalati reorganizációs tervezés helye egy új/javasolt reorganizációs eljárás keretében	187
5.10.4. A vállalati reorganizációs tervezés folyamata	191
5.10.5. A vállalati reorganizációs tervezés koncepciója	193
5.10.5.1. A céltervezés	194
5.10.5.2. Az intézkedéstervezés	197
5.10.6. A vállalati reorganizáció folyamata	202
5.11. <i>A vállalkozás megszűnése</i>	205
5.11.1. A sikertelen csődegyezség és felszámolás	206
5.11.2. A végelszámolás	213
<b>6. A VÁLLALATI ÉLETSZAKASZOKBAN ELŐFORDULÓ PÉNZÜGYI MÉRLEGELÉSEK</b>	<b>220</b>
6.1. <i>A vállalati tőke kivonási döntések</i>	220
6.1.1. A vállalati tőke kivonás fogalma és csoportosítása	220
6.1.2. Szükségszerű a tőke kivonás vállalati prosperálásban vs. kényszerű tőke kivonás kifejlett válsághelyzetben?!	221
6.1.3. A vagyönösszetétel optimalizálása szintentartó működésben	223
6.1.4. A célrendszer jelentősége a vállalatitőke kivonási döntéshozatalhoz	237
6.1.5. A vállalati tőke kivonási döntési folyamatot kiváltó tényezők	240
6.1.6. A vállalati dezinvestíciós projekt azonosítása a pénzügyi célmegsértés alapján	241
6.1.7. A vállalati tőke kivonási döntéshozatal a pénzügyi és a stratégiai kritériumok alapján	242
6.1.8. A megoldási lehetőségek keresése	245
6.1.9. Döntési kritériumok az előre történő kiválasztáshoz	252
6.1.10. A megoldási alternatívák értékelése a pénzügyi és a stratégiai szempontok egyesítésével	256
6.1.11. Egy vállalati tőke kivonás mérlegelése	295
6.2. <i>A vállalati M&amp;A döntések</i>	302
6.2.1. Az M&A fogalma és típusai	304
6.2.2. A fúziók megkülönböztetése finanszírozásuk szerint	306
6.2.2.1. LBO esetkonstellációk	308
6.2.2.2. Az idegen tőke funkciója	313
6.2.3. Az adósságkapacitás növelésére vonatkozó mérlegelés	313
6.2.3.1. Lewellen modellje	314
6.2.3.2. Higgins-Schall modellje	315
6.2.3.3. Scott modellje	317
6.2.3.4. Egy számszerű bizonyítás	320
6.2.4. Az M&A értéknövekedése: A szinergiák típusai és értékelése (KUCSÉBER LÁSZLÓ ZOLTÁN)	322
6.2.4.1. Damodaran modellje	322
6.2.4.2. Kerler modellje	325
6.2.4.3. Brigham – Erhardt APV modellje	327
6.2.4.4. Brigham – Erhardt FCFE-modellje	330
6.2.4.5. A Rappaport-féle tulajdonosi érték modell	331
6.2.5. Vajon a leányvállalat alapítása mennyivel kedvezőbb a vállalat-felvásárlással szemben?	336
6.2.6. Az M&A tranzakciók milyen előnnyel és veszéllyel járnak a növekedés és a szinten tartás szakaszokban?	337

6.2.7. Az M&A tranzakciók hogyan és miért segítik a válságból történő kijutást?

341

<b>ÖSSZEFOGLALÁS</b>	<b>346</b>
<b>FÜGGELÉK</b>	<b>351</b>
<b>1. Két multikauzális mutatószámrendszer</b>	<b>351</b>
<b>2. „Vállalati válság-kisokos”, avagy a vállalati válság kis szótára</b>	<b>351</b>
<b>3. Képletgyűjtemény</b>	<b>361</b>
<b>JELÖLÉSEK MAGYARÁZATA</b>	
<b>ÁBRAJEGYZÉK</b>	
<b>TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE</b>	
<b>IRODALOMJEGYZÉK</b>	

---

## BEVEZETÉS

„Nem csak a válság, hanem a szükségszerű és a kényszerű változ(tat)ás ellen sincsen immunitás.”

/Katits Etelka/

Ha egy tananyag megírására készülünk, akkor úgy érezzük, hogy magunkban "lezártuk" azt a témát, ami kifejtésre kerül. Már itt jelezzük, hogy választott témánk olyan, amit időről-időre – tapasztalatok és ismeretek szerzése következtében – aktualizálni, bővíteni, módosítani és kiegészíteni kell. Témaválasztásunkat nemcsak az oktatás hatékonyságának növelése és a szakmai újdonságkeresés, hanem a gyakorlati élet diktálta szükségszerűség is indokolja. A tananyag megírásának elsődleges célja, segítséget, támogatást nyújtani az **egyéni és társas vállalkozások életrészeinek pénzügyi menedzseléséhez**. Segíteni a vállalati menedzsment munkáját, a befektető-finanszírozó mérlegelését, a könyvelő és könyvvizsgáló elemző tevékenységét.

Ez az anyag a 2002-ben megjelent a VÁLLALATI ÉLETCIKLUSOK PÉNZÜGYI DÖNTÉSEI c. könyvem aktualizált és bővített változata. A megcélzott olvasó közönség a pénzügy, a számvitel mesterképzésekben és a szakirányú továbbképzésekben, valamint a doktori iskolák pénzügyi programjaiban résztvevő mind az oktatók, mind pedig a hallgatók.

Ebben a munkában szeretnék közreadni könnyen alkalmazható **pénzügyi kalkulációs és mérlegelési módszereket, eszközöket**. A témakör kifejtése két hat részben történik következő sorrendben: a hagyományos és a modern vállalati pénzügy jellegzetességeit követően a működés megkezdésének a pénzügyei, a növekedés pénzügyei, a működés megkezdésének pénzügyei, a hanyatlás és a válság pénzügyei témakörök tárgyalása történik 2 olyan döntési terület módszertani tárházával bezárva, amely több életrészben is előfordul(hatnának). Ebben az angolszász szakmai területen oktatott *Corporate Finance, Managerial Finance, Business Finance* és a német területen oktatott *Betriebswirtschaftslehre, Unternehmensfinanzierung und -investierung* típusú anyagok tartalmi hagyományait követjük hatos tagolásban. A 2-6. fejezetek a **vállalkozások egyes életrészeinek függvényében közölnek mérlegelési lehetőséget**. Ezt a nézőpontot **egyrészt** azért választottuk, mert hiányosnak véljük a vállalati életrészek menedzseléséhez használatos pénzügyi módszerek ismeretanyagát. Ezek a módszerek arra is szolgálnak, hogy behatárolják a vállalati működés perspektíváját. Hangsúlyozzuk azt, hogy nem statisztikai módszereken alapuló előrejelzési módszerek bemutatására kerül sor, bár egy jól funkcionáló ún. korai figyelmeztető rendszer felállításának ez mindenképpen része kell, hogy legyen. Ha az életrészek bekövetkezését természetes eseménynek tekintjük, akkor szükségesnek tartjuk kidolgozni az életrészek pénzügyi módszereit. **Az egyes vállalati életrészeket a cégalapítás és -beindítás, a növekedés, a működés megőrzése, a válság, tőke kivonás és fúzió sorrendben tekintjük át**. Természetesen – vállalati mérettől és földrajzi határoktól függően – ezek az életrészek nem mindig következnek egymás után, hanem megelőzhetik, sőt át is fedhetik egymást. Erre kitérünk a gondolatok közlése során is. Az életrész problémáinak gyakorlatban történő kezeléséhez nincsen vagy csak nagyon kevés pénzügyi támogató eszköz létezik. Ezt a hiányt itt szeretnénk pótolni.

**Vizsgálatunk tárgya:** az **korlátolt és korlátlan felelősségű társaságok**. **Elsősorban részvénytársaságokról** lesz szó, **de a leírtak érvényesek a többi társas vállalkozásokra is a megfelelő üzleti kategóriák használata mellett**.

Amennyiben arra a kérdésre akarunk válaszolni, hogy melyek azok a **pénzügyi adatforrások**, amelyekhez bármely piaci szereplő hozzáfér, úgy a válaszuk a következő: A kötelezően készített éves beszámoló és a kibocsátott részvények árfolyam alakulása. A közreadott anyag számszerű összefüggéseit az **éves beszámolóban levő adatokból és információkból** nyerhetjük. Vizsgálataink **célja:** a **társaságok éves beszámolója segítségével az egyes**



**vállalati életszakaszokat behatárolni.** Anyagunk tudományos háttérét a **menedzsmentorientált irányzat** képviseli (részletesen Katits – Szemán – Varga 2017). A közölt felfogások, avagy koncepciók azonos erővel érvényesülnek mind az **aktualitások**, mind pedig a **potencialitások talaján**. Más szóval: nemcsak tény-, hanem tervezett adatok beillesztésével is egy adott vállalat döntéshozatali folyamatát támogatják. A legfontosabb célunk az, hogy elgondolásaink segítsenek behatárolni a **vállalatok perspektíváját**. Annak érdekében, hogy ezt még megalapozottabban megtegyük, a vállalati életszakaszokra épülő és korszerű pénzügyi-finanszírozási technikákat tartalmazó újabb eszközök és koncepciók kialakítására van szükség. Ez a tananyag éppen ennek a hiánynak a betöltésére született.

Ebben a munkában az alábbi hét adatbázis elemzéséből született eredmények is megjelennek:

1. Csőd- és felszámolási eljárás alatt álló, 90 magyar társaság 1998 -2006 között.
2. A nettó értékesítési árbevétel alapján a magyar top 5000 vállalkozás mérleg és eredménykimutatásai – TEÁOR kódszámok alapján, hazai és külföldi tulajdon szerint 1992-2014 között.
3. A magyar KKV-szektorba tartozó, a nettó értékesítési árbevétel alapján a magyar top 4000 vállalkozás mérleg és eredménykimutatásai – TEÁOR kódszámok alapján, hazai és külföldi tulajdon szerint 1992-2014 között.
4. A nettó értékesítési árbevétel alapján a magyar top 100 mérleg és eredménykimutatásai 2007- 2014 között.
5. A nettó értékesítési árbevétel alapján a magyar top 500 mérleg és eredménykimutatásai, valamint szervezeti átalakulásai és formaváltásai 2007-2014 között.
6. A nettó értékesítési árbevétel alapján magyar megyei top 1000 mérleg és eredménykimutatásai – TEÁOR kódszámok alapján, hazai és külföldi tulajdon szerint 2007-2014 között.
7. Konkrét vállalati esetelemzések (Abo Mill Zrt., Albacomp Zrt., Barnevál Kft., Cerbona Zrt., Cornexi Zrt., ENEFI Nyrt., Herendi Kft., Herz Zrt., Vectigalis Zrt., Zsolnay Zrt.).

A könyvben használatos rövidítéseket, az ábrák és táblázatok jegyzéket, valamint irodalomjegyzéket az anyag végén közreadom.

Sopron, 2016. december 31.

Katits Etelka  
*Szerző*

# 1. A VÁLLALATI PÉNZÜGYEK TARTALMÁNAK NÉZŐPONTJAI

Ez a rész közli a hagyományos és a modern vállalati pénzügyek jellegzetességeit, és megindokoljuk a vállalati életciklus pénzügyek létjogosultságát, különösen az üzleti gyakorlat számára.

## 1.1. A hagyományos vállalati pénzügyek

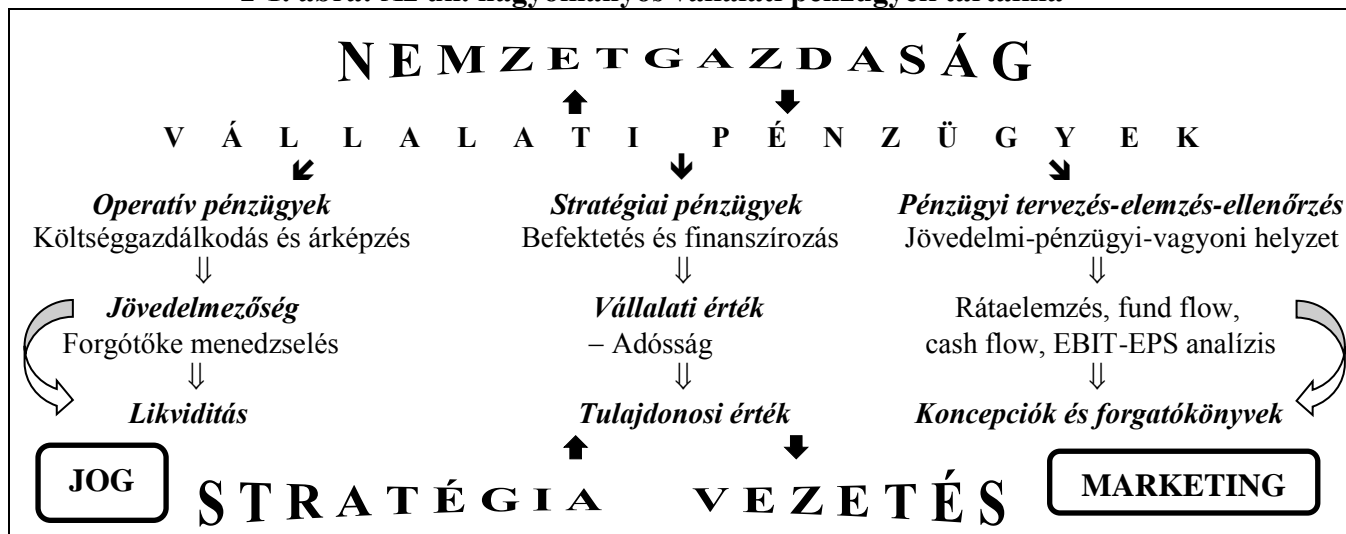
A vállalati pénzügyek ún. hagyományos tartalma az 1950-es évek végéig kialakult. Természetesen ez a hagyományos megközelítés a napjainkban is megtartja a helyét, mivel ez jelenti azt a törzset, amelyből a modern vállalati pénzügyek elágaznak többfelé is. A következő kérdésre kapunk választ: **A cég hogyan válhat és tehető sikeresebbé?**

**1. Operatív pénzügyek: a meglévő vagyonnal való folyamatos gazdálkodás, a napi működés feltételeinek biztosítása.** Alapvető cél: az üzleti vállalkozás folyamatos és hatékony működtetése az erőforrások hasznosításával. Másképpen fogalmazva: jövedelmezően működni a fizetőképesség megtartásával. A jövedelmező működés megvalósításához elengedhetetlen a költség- és ár kalkuláció, míg a fizetőképességet közvetlenül befolyásolja a forgótőke menedzselése. Itt már megjelennek – de rövidtávon – befektetési és finanszírozási döntések (például a likviditási gondok leküzdéséhez, az anyagvásárláshoz szükséges forgóeszközhitel kérelméhez és felvételéhez, a likvid források pénzügyi befektetési megvalósításához, stb.).

**2. Stratégia pénzügyek: a hosszú távú tőkefunkciók ellátása. A befektetés és finanszírozás** a vállalkozás egyik központi működési területét képezi. A vállalati tevékenység befektetésre és finanszírozására vonatkozó döntéseinek összhangban kell lenniük a gazdálkodás más, stratégiai jellegű döntéseivel. A beruházásokra, a termék- és tevékenységszerkezetre vonatkozó vállalati vezetői döntések ugyanúgy hatással vannak a pénzügyi vezetés elhatározásainak sikerére, mint a piacra, a vállalati szervezetre vagy a humán erőforrásokra vonatkozó stratégiai döntések. Nem hagyható ugyanakkor figyelmen kívül az, hogy a pénzügyi irányítás, az előzőektől függetlenül, a vállalkozás finanszírozási struktúráján keresztül képes befolyásolni a vállalat pénzügyi függőségének mértékét és a tulajdonosok részvényegységeire, üzletrészeire jutó jövedelemszintjét. E stratégiai döntések célja a vállalati érték növekedése. Ha a vállalati értékből levonjuk az adósság értékét, akkor az így kapott reziduum, a tulajdonosi érték (shareholder value).

**3. Az előző két terület teljesítményeinek vizsgálata, tervezése, elemzése és ellenőrzése.** Egy üzleti vállalkozás teljesítménye a vállalat vezetői által hozott számtalan egyedi döntés eredője. Az üzleti teljesítmény mérése ezért e döntések pénzügyi és gazdasági kihatásainak elemzését, valamint az eredmények értékelését foglalja magában összehasonlítható mérési módok alkalmazásával (**1-1. ábra**).

1-1. ábra: Az ún. hagyományos vállalati pénzügyek tartalma



Forrás: Saját szerkesztés

## 1.2. A modern vállalati pénzügyek

Az **1960-as évek kezdetéig** az előző fejezetben közölt klasszikus alapot egyre több, a **menedzsment-orientált irányzathoz** tartozó tétel egészíti ki. Az **1960-as évek kezdetéig** az előző fejezetben közölt klasszikus alapot egyre több, a **menedzsment-orientált irányzathoz** tartozó tétel egészíti ki.

Napjainkban a globális piacokat a rövid termékciklusok, a számos kiszámíthatatlan fejlemény és az extrém versenyintenzitás jellemzi. A *Network Society* részeként kifejlődő **Network Economy** magas kockázati-, de előnypotenciálokat is magával hoz és magában hordoz. Ezt igazolja a különböző piacok konvergenciája. Ennek a fejlődésnek a következménye egyrészt az investíciós oldalon az emelkedő M&A tranzakciók száma, másrészt pedig a dezinvestíciós oldalon a cégmegszünések száma. Mivel „az éremnek két oldala van”, mindez illeti a nagyvállalati- és a kkv szektort mind pozitív, mind pedig negatív értelemben. Ilyen körülmények között a vállalatok pénzügyi funkciója alapvetően fontos jelentőséget kap. A **vállalati pénzügy** mintegy **integratív terület** képes nemcsak a globális centrifugális erőket kiegyensúlyozni, „kordában tartani”, hanem korszerűen, modern formában értelmezni és támogatni a többi vállalati funkcionális területet (marketinget, stratégiát és vezetést, jogot) is. Tehát a vállalatok stratégiai és piacorientált cselekedetei elengedhetetlenül kapcsolódnak a MODERN PÉNZÜGYI FUNKCIÓ sikerfaktorával: végül is a vállalat stratégiai játékterét meghatározza a vállalat monetáris játéktere, de a monetáris játékteret is befolyásolja a stratégiai játéktér, vagyis egymással kölcsönhatásban vannak. A globális verseny, a beruházások megtérülésének magas volatilitása és az értéklánc magas komplexitása (különösen az energetikai és az elektronikai szektorban, a járműiparban és a gépgyártásban) a vállalattól megköveteli a legnagyobb mértékű **gyorsaságot, rugalmasságot és fejlődőképességet**. Mindez a tartósan sikeres vállalat legfőbb jellemzője. A piacokra történő belépések, a piacokon való terjeszkedés, az üzleti partnerség – akár nemzetközi szintű – fenntartása a statikus szervezet folyamatosan alkalmazkodó organizmussá alakítja, amely megköveteli a vállalati értéklánc fejlesztését, s kihívások elé állítja a korábban is sikeresen működő cégeket. A jelenlegi és a jövőbeni vállalati fittség érdekében szükség van a pénzügyi funkció modern kialakítására és működtetésére. Ebben az esetben a vállalat a *Best in Class Finance*-tételt érvényesíti. Éppen a vállalatok pénzügyi funkcióinak modern értelmezése és kiépítése – ami egyúttal központi sikertényező – szükséges, de kényszer is a növekvő komplexitású piacokon a sikeres vállalati vezetés és irányítás számára.

Gondoljuk csak meg! A beszerzés, az értékesítés-kereskedés, a kooperáció és a kapcsolattartás is elektronikusan történik a start-up cégek esetében. Az e-venture capital és az e-start-up cég hatékony együttműködése erősítheti a fiatal „gazellákat”, amelyek a kkv szektor nélkülözhetetlen szereplői. Mindez igazolja azt, hogy a hagyományos vállalati pénzügyek mellett a modern vállalati pénzügyek is teret nyernek a kkv pénzügyekben. Ezen kívül a Porter-féle értéklánc is bővül az e-business által.

Ez napjainkban abban nyilvánul meg, hogy egyrészt a **pénzügy-finanszírozási problémák megoldásának keresése más tudományterületeken** (például marketing, vállalati és termelési stratégia, emberi erőforrások menedzselése, stb.) **alkalmazott módszerek módosított átvételével történik**, másrészt pedig olyan új szegmensek bevonását is tapasztalhatjuk, ami a **fenntartható pénzügyek** és a **magatartás-pénzügyek** témájában biztosít betekintést. Ide soroljuk azt a kutatási irányt is, amelyet éppen ez a tananyag szolgál a **vállalati életciklus pénzügyek** témában (1-2. ábra).

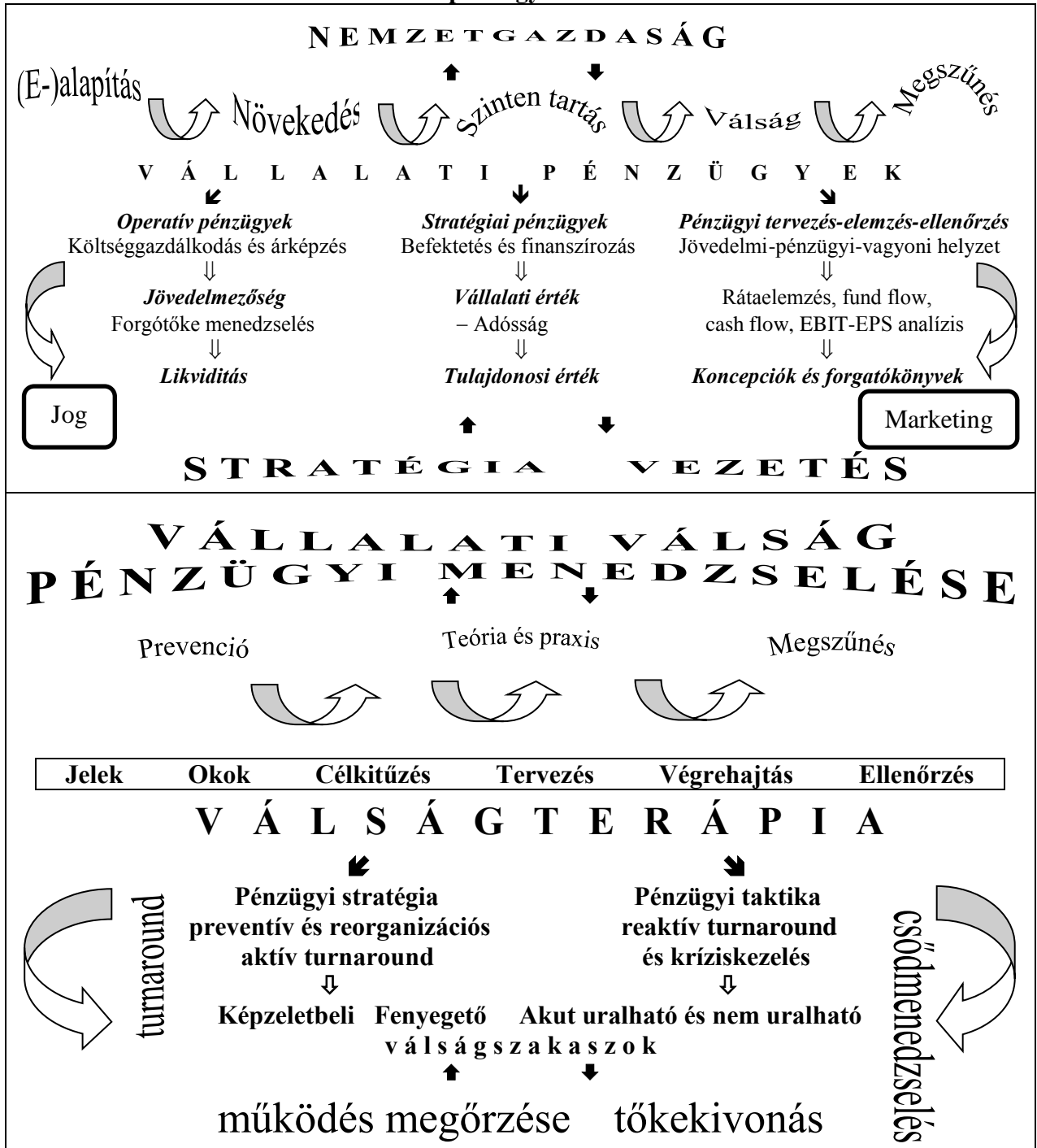
### 1.3.A vállalati életciklus pénzügyek

Ez a szakterület a **vállalatok működésének pénzügy szemléletű szakaszolása** az alapításuk és működésük megkezdésére, vagyis a **'start up' pénzügyekre**, a korai és az érett **növekedés pénzügyeire**, a **stabilitás és a stagnálás pénzügyeire**, valamint hanyatlás, vagyis a **válság pénzügyeire** terjednek ki, amely utóbbi **tartalmazza a csődpénzügyeket is** (1-2. ábra). Ennek a nézőpontnak a választását az alábbi 3 okkal indokoljuk:

**1.** A vállalkozás nem lehet folyamatosan sikeres, nem képes az állandó növekedésre, ezért a működés **hanyatló szakaszának** bekövetkeztét is **természetes eseménynek** kell tekinteni. Napjaink történései bizonyítják azt, hogy nemcsak a válság, hanem a szükségszerű és kényszerű változ(tat)ás ellen sincsen immunitás. A működési szakaszok és a változ(tat)ás problémáinak kihívásainak megértéséhez és kezeléséhez tudás-, valamint ismeretanyaggal kell rendelkezni, amely egyúttal kutatási terepet képvisel.

**2.** Az **angolszász szakmai terület** (*Business Economics, Corporate Finance, Managerial Finance, Business Finance*) és a **német területen** oktattott *Betriebswirtschaftslehre, Unternehmensfinanzierung und -investierung* típusú tananyagok, valamint a **hazánkban napvilágot látott publikációk** napjainkban még csak részben foglalkoznak a vállalati életszakaszok pénzügyi problémáinak vizsgálatával és kezelésével. Eljött az ideje annak, hogy ezt a hiányt pótoljuk mind a doktori iskola pénzügyi programjának képzési szakaszában, mind pedig a doktorjelöltekkel történő tervezett kutatások keretében. Még számos mérlegelési lehetőség kidolgozása várat magára a vállalkozások egyes életszakaszainak függvényében. Az egyes életszakaszok problémáinak gyakorlatban történő kezeléséhez jelenleg még kevés pénzügyi támogató eszköz létezik. A pénzügyi döntések megalapozottabb meghozatala érdekében szükség van a **vállalati életszakaszokra épülő, korszerű pénzügyi-finanszírozási technikákat tartalmazó, újabb eszközök és koncepciók** kialakítására. Más jellegű döntéseket kell hozni és eltérő módszereket kell alkalmazni akár a nemzetgazdaságok, akár a gazdálkodó szervezetek működésének felemelkedő, illetve lefelé hajló szakaszában. A vállalkozások egyes életszakaszainak függvényében érdemes figyelembe venni a pénzügyi mérlegelési lehetőségeket. Ezek segítik behatárolni a vállalati működés lehetséges perspektíváját, amelyet a **pénzügyi és statisztikai módszerek alkalmazása támogat. Itt a kockázatot is figyelembe kell venni, különösen a nem szisztematikus (vállalati és a projekt) kockázatot.**

1-2. ábra: A vállalkozások ún. pénzügy szemléletű életciklus szakaszai



Forrás: Saját szerkesztés Katits (2007 és 2010) alapján

A vállalati és projekt kockázat menedzselése napjainkban olyan különös jelentőséggel bír, hogy a kockázatok felismerésén és értékelésén kívül a kezelésére is ügyelnünk kell. A vállalati **kockázatmenedzsment rendszer** három olyan interface-rendszeren alapul, amelyek egymásra épülnek, de egyúttal kölcsönösen is hatnak egymásra.

- A **kockázat controlling** azt szolgálja, hogy a döntéshozókat még idejében informálja a kockázatokról annak érdekében, hogy időben foganatosítsanak (ellen)intézkedéseket. A controlling az a részterület, amely magában foglalja a kockázatértékelést és a vállalati kockázatok aggregációit felölelő nyilvántartási rendszerek létesítését, valamint működtetését.

A kockázati tényezők meghatározásánál megkülönböztetjük a belső és a külső kockázati területeket.

- A **monitoring rendszer** magában foglalja a gazdálkodási folyamatok zökkenőmentes biztosítását.

- A **korai figyelmeztető rendszer** biztosítja mind a meglévő, mind pedig a jövőbeli kockázatok felismerését, amelynek alapját képezi egy komplex, logikailag egymásra épülő mutatószám rendszer.

Azt javasoljuk, hogy ezeknek a rendszereknek a kialakítása és működtetése „testre szabottan”, tevékenység- és üzletág specifikusan történjen a törvényes előírásoknak és szabályozóknak megfelelően. Ha mindezt sikerül kidolgozni és alkalmazni, akkor a cégek válságos helyzeteiken könnyebben úrrá tudnának lenni és ismét a csúcson landolhatnának.

**3. A szervezeti élekciklusok, avagy működési életszakaszok szerint történő oktatás** egyszerre **hasznos és korszerű logikai**, ugyanakkor **tárgyalási keret is**. Az említett vállalati életszakaszok alapján célszerű oktatni a **számítógéppel támogatott pénzügyi mérlegelési lehetőségeket** is. Tehát mind **elméleti**, mind pedig **gyakorlati szempontból egyaránt fontos a vállalati tevékenységek összefonódásainak megismerése** az alapítástól kezdve az expanzió át a válsághelyzettel bezárólag – ebben a javasolt programban kiemelten pénzügyi szempontból.

Fontosnak véljük annak átgondolását is, hogy milyen **szervezeti módosulások és átstrukturálások** történhetnek az egyes életszakaszokban. A példa kedvéért: a részesedés formái (kooperációk, egyesülés és felvásárlás), a jogi/gazdasági önállóság bevonása (tulajdonlás mértéke), az ellátási lánc kiterjedtsége és bevonásának módja (horizontális, vertikális, konglomerátum), valamint a finanszírozás módja ('asset' or 'share deal').

#### *1.4. A 'turnaround' szemlélet és a változ(tat)áskezelés*

A vállalati válságmenedzseléssel összefüggésben, főleg az angolszász szakirodalomban használatos *turnaround* kifejezést magyarra többféleképpen fordíthatjuk: fordulat, trendforduló, megfordítás, irányváltás, amelyet főleg különböző válságstációban használunk. A gyakorlatban általában az operatív és a stratégiai válságmenedzselés megoldási módozata, ami a 'lényeges vagy meghatározó fordulat'. Schendel – Patton – Riggs (1976) szerint a 'fordulat' már a stratégiai válságban, míg Hambrick (1985) szerint a jövedelmi válság stádiumában veszi kezdetét.

A **turnaround menedzselés a szervezeti, személy- és pénzügyi, valamint teljesítménygazdasági intézkedések és koncepciók tervezését és megvalósítását** 'jelenti. Egyszerűen fogalmazva: A cél nem más, mint az aktuális vállalati helyzetet kezelni, az alábbi felfogásban:

- **Stratégiai turnaround:** a vállalat stratégiai válságának fázisában megragadja és kezeli a hibás fejlődést egy stratégiai tervben közölt olyan intézkedésekkel, amelyekkel a vállalat hozamereje és versenyképessége alkalmazkodik az új piaci adottságokhoz.

- **Taktikai turnaround:** a vállalat jövedelmi válságának fázisában az átfogó átstrukturálási terv a működési/pénzügyi új irányra, „váltásra” készül, amelynek célja a cég hozamerejét és a versenyképességét stabilizálni.

- **Pénzügyi turnaround:** a vállalat súlyos jövedelmi vagy akut likviditási válságának fázisában az idő sürgetése és a „lépni kell” igénye radikális azonnali intézkedéseket tartalmaz a pénzügyi összeomlás elkerülése érdekében. A cél: a vállalat egzisztenciáját biztosítani.

- **Kényszerű turnaround:** a vállalat a jogi úton és eszközzel vezérelt csődeljárás keretében, a vagyonszelvényező és a hitelezők jóváhagyásával a továbbműködhet, ami elementáris újraszervezést igényel, különben felszámolják.

A gyakorlat a *turnaround* kifejezés szinonimájaként használja az **át- vagy újrastrukturálás** megnevezést. Az átstrukturálás esetében a vállalat **saját erőforrásait használja a problémái leküzdéséhez**. Ennek megfelelően világosan, egyértelműen kell értékelní a változ(tat)ás igényét és a megfelelő módon történő menedzselési követelményt. Mindazokat az intézkedéseket felöleli, amelyekkel a vállalati szerkezet és folyamat alkalmassá válik a megváltozott piaci feltételekhez akár már a fenyegető válság idején a megelőzés érdekében. Az átstrukturálás alábbi három részét különböztethetjük meg:

### 1. **Stratégiai** átstrukturálás

Célja: a vállalat stratégiai igazodása, egzakt újrapozícionálása a versenyben.

### 2. **Operatív** átstrukturálás

Mindazokat az intézkedéseket tartalmazza, amelyek megváltoztatják a vállalat működési és szervezeti struktúráját, valamint közvetlenül biztosítják a túlélését.

### 3. **Pénzügyi** átstrukturálás

**Célja: elegendő pénzáramot generálni** az üzletmenet során, és biztosítani az előzetesen kalkulált **tőke- és a pénzigényt**. A tőkeigény az a nagyság, amely a vállalati folyamatok végrehajtásához szükséges és a tőkefelszabadításból származó bevételek és a tőkelekötésből eredő kiadások különbsége (adott időpontra és időtartamra vonatkoztatva). A pénzigény egy adott időpontra vonatkoztatott kiadások fedezéséhez szükséges bevételek nagysága, amely a fizetőképesség megőrzéséhez szükséges (Katits, 2013).

A válság idején felértékelődik a vezetői képesség, a vezetés-szervezési szaktudás. **Másféle vezetői magatartás** szükséges: határozott, dinamikus, gyors döntéseket hozó, céltudatos, keményen következetes, sokszor „öntörvényű”, autoriter típusú, a gyors változtatások levezénylésére alkalmas menedzserek kerülnek előtérbe a stratégiai, átfogó koncepciókban gondolkodó menedzserek helyébe.

A változás-válság kapcsolódásairól olvashatjuk Noszkay (2009) könyvében például a következőket: „...a változáskezelés még nem válság, és a válság nem katasztrófa...”, aztán „...változások nélkül a válság nem kezelhető...”, aztán még „...addig, amíg a változás és a válság kezelése nem történhet meg változásmenedzselés nélkül, addig a változáskezelésnek nem szükségszerű velejárója a válságmenedzselés is...” Ezek a gondolatok is kiemelik a **válság pozitív oldalát** azzal, hogy **lehetőségként fogja fel**. A válság az az **állapot, amelyben döntő és elkerülhetetlen változás van folyamatban**. A válság nem pesszimista, hanem sokkal inkább optimista felfogás tárgyalja. A német- és az angol nyelvű szakirodalomban sem régóta léteznek azok a munkák, amelyek – magyarra fordítva – a következő címeken jelentek meg: „A vállalati válság mint esély” vagy „A vállalati életciklus természetes velejárója a válság”, avagy „Az értékmegőrzés és -növekedés válságmenedzseléssel”, aztán „Innovatív út a válságból”. Tehát a válságok nem automatikusan életveszélyesek és katasztrófával vagy kudarccal végződnek.

A változ(tat)ástól (annak felismerésétől) a válságig vezető úton sok **stáció létezik**. Az egyes szakaszokat a valóságban élesen nem határolhatjuk el, így az egyes szakaszokat mintegy átlapolják az eltérő menedzselési technikák és tevékenységek, miközben az átmeneti szakaszok jelentősége óriási. Gondoljunk csak bele! Vajon az átmeneti szakaszok határainak kezdetén **van-e a cégnél valaki – döntési pozícióban – aki egyáltalán felismeri, és elég súlyosnak ítéli a változással vagy válsággal járó problémákat?** – Ha igen, akkor a **probléma felismerésének kezdeményezője befolyásolja a választott stratégia természetét**. Vajon **van-e a cégnél valaki, aki a probléma komolyságát felismeri, miközben különbséget tud tenni a kudarc és az átmeneti hanyatlás jelzéseiből következő probléma között?** – Ha igen, akkor ez befolyásolja azt, **hogy csak egy rövid, átmeneti fellendülés következik be, vagy pedig a cég képes visszatérni a növekedési pályára**. Vajon **a cégnél végrehajt-e valaki olyan intézkedést az átmeneti szakaszok határainak végén, amely megállítja vállalat helyzetének változásból vagy válságból eredő romlását?** – Ha igen, akkor a **probléma-elhárítás**

folyamatát elindítójuk szándékai, döntéseinek következményei befolyásolják. Mindezek miatt ezek az átmeneti szakaszok kritikus jelentőségűek.

A vállalati *turnaround* menedzselés körforgását jellemezzük Deming PDCA (*Plan, Do, Check, Act*) ciklus (<https://www.deming.org/theman/theories/pdsacycle>) analógiájára (1-3. ábra):

1. **KERESSÉL!** – A válság, a jelzések és az okok azonosítása.

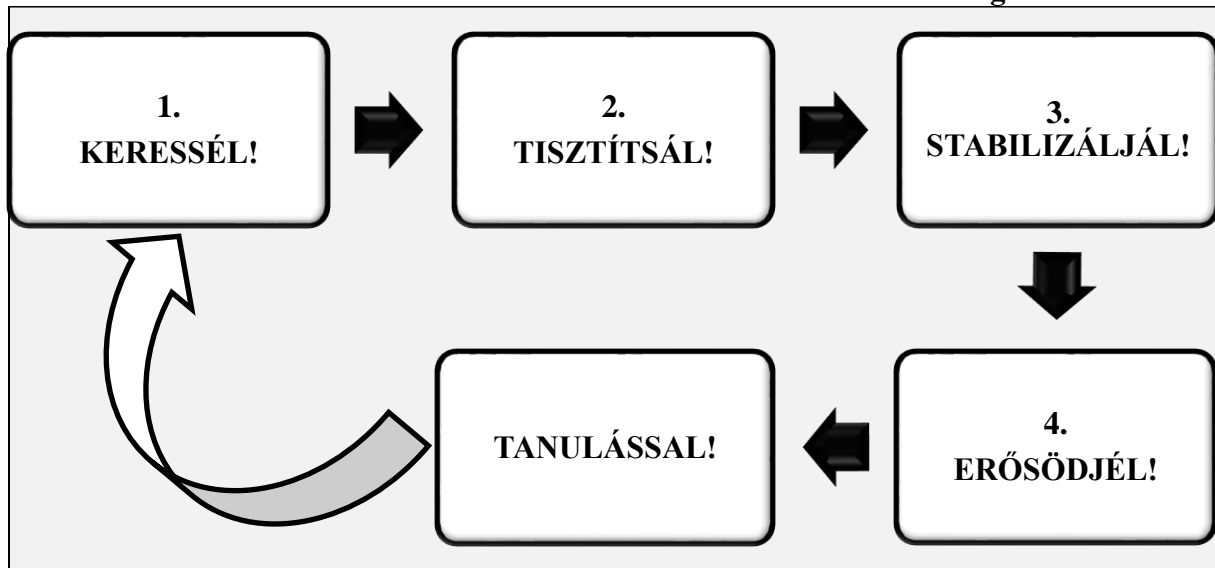
2. **TISZTÍTÁS!** – A „roncsok” eltávolítása értékvezérelt tőkekivonással.

3. **STABILIZÁLJÁL!** – Egészséges és szilárd (marketing, stratégiai, pénzügyi és szervezeti) alapok felépítése a szerkezetátalakítási potenciál ismeretében.

4. **ERŐSÖDJÉL!** – Az erő helyzetéből cselekedni, újra támadásba lendülni a képességek ismeretében.

**TANULÁSSAL!** – A hibákból tanulni és tapasztalni, valamint elkerülni az újabbakat.

1-3. ábra: A vállalati *turnaround* menedzselési munka körforgása



Forrás: Saját szerkesztés

Tehát a *turnaround* menedzselés a bajban levő vállalkozás rombolásának, megőrzésének, átszervezésének és az új erősségek kifejlesztésének kreatív módja.

Napjainkban azt tapasztaljuk, hogy a vállalkozásokat körülvevő piacok még inkább komplexebbé és kaotikusabbá, valamint mind kevésbé megjósolhatóvá váltak. Itt mindenképpen kiemeljük a következő két tényezőt:

1. **A változás intenzitása:** Nem minden változás jár romboló hatással! A jelenlegi sikerpozíció feladása az ÚJ javára – akár tetemesen is – csökkentheti a tulajdonosi értéket, de a vállalkozásunk számára fontosabb a jövőbeni pénzáram generálás tartós elérését biztosítani, amely viszont megkövetel(het)i új viselkedési módok és „normák” agresszív adaptációját.

2. **A változás sebessége:** Gyors változás esetén egyensúlyozni kell a RÉGI és az ÚJ között akkor, ha a változás intenzitása alacsony, de magas intenzitás esetén elkerülhetetlen az új üzleti modellek átvétele.

A felelős vállalati irányítók által készített tervek racionalitása konfrontálódik a szinte állandóan változó vállalati környezettel. Nyilvánvalóvá vált az, hogy a „máshol jól bevált” pénzügyi menedzselés módszertana nem vagy alig használható az említett környezeti változások miatt. A bajban levő vállalkozás felelős vállalati irányítása számára az egyik kiút a ’turnaround’, vagyis az eddigi veszteséges vállalati működés – lehetőleg gyors – fordulata a pozitív jövedelmi sávba az egyrészt a költségek kontroll alatt történő menedzselésével, másrészt a fenntartható növekedés generálásával. Ráadásul a vállalati irányítás az idő nyomása alatt



ténykedik egyre fokozódó kockázatvállalással. Rövid idő alatt sok olyan dolgot kell helyesen végeznie, amit korábban rosszul csinált.  
Összegezve: rengeteget beszélhetünk a *turnaround* menedzselésről, de kevés cég alkalmazza, és még kevesebben élik át a „fordulatot”.

## 2. A MŰKÖDÉS MEGKEZDÉSÉNEK PÉNZÜGYI TERVEZÉSE

A vállalkozásunk indulásakor és a működése kezdetén a legsérülékenyebb, mert kevés a likvid forrás, a mozgítható tőke, így fizetőképességben a problémák hamarabb jelentkeznek; bizonytalan és/vagy nem megfelelő a pénzbefolyás, és így a cash flow nagysága; nincsen kiépített kontrolling rendszer, de még a kezdeményét is nehéz kialakítani; a döntések és a tevékenységek még ad-hoc módon történnek, hiába az előzetes tervezgetés, sőt, hiába az üzleti terv is; Hiába, a vállalkozás még „gyerekcipőben jár”. A vállalkozó ekkor szembesül azzal a bürokráciával, amire addig csak rémálmaiban gondolt, s rengeteg erőforrást és időt pazarol ügyintézésre, adminisztrációra, sorban állásra, engedélyeztetésre, stb.; Még nincsen igazi vezető: a legtöbb cég ún. életforma vállalkozás, vagyis a vállalat a vállalkozó és családja számára döntő fontosságú egzisztenciális alapot képez, jellemzően jövedelmi- és megélhetési forrás, de a szakma gyakorlásának szükséges alapja. Innen továbblépni (teljes) szemléletmódváltást igényel, ami a nagyon nehéz feladat: nincsen megfelelő munkaerő, mert az lesz felvéve, aki először lesz rokonszenves, és kész relatíve olcsón is dolgozni; nincsen tudatosan felépített stratégia és marketing, mert a vállalkozó úgy véli, hogy a szakmájában kellene jobbnak lenni. Az is probléma ebben az életszakaszban, hogy tőkét sem bank, sem befektető nem akar nyújtani. Tehát nincsen pénz innovációra, fejlesztésekre, sőt, marketingre sem – ha csak nem innovatív startup vállalkozásról van szó. Itt szükséges a lehetséges alapítási formákat áttekinteni (2-1. ábra).

2-1. ábra: A lehetséges cégalapítási formák

Megnevezés	Originális alapítás – innovatív vállalkozás	Derivatív alapítás – imitáló vállalkozás	
<b>Ö n á l l ó alapítás</b>			
<b>K E Z D E M É N Y E Z Ő</b>	<b>Vállalkozó</b>	Új alapítás, startup	Egzisztenciális alapítás; Átvétel; Kiválás; <i>Management-Buy-Out</i> (MBO); <i>Management-Buy-In</i> (MBI)
	<b>Létező vállalat</b>	Cégalapítás – (nagy) Projekt	<i>Franchise</i> vállalkozás
	<b>N e m ö n á l l ó alapítás</b>		
	<b>Vállalkozó</b>	Új telephely és/vagy fióktelep (főállásban); Kockázati tőkével vagy üzleti anyaggal finanszírozott	<i>Franchise</i> vállalkozás (másodállásban)
<b>Létező vállalat</b>	Kockázati tőkével vagy üzleti anyaggal finanszírozott; Leányvállalat létrehozása	Átalakulás; <i>Mergers&amp;Acquisitions</i>	

Forrás: Saját szerkesztés

### Originális (tisztá, igazi) alapítás

Egy teljesen újonnan létező gazdasági egységről van szó, amely az alapítói tevékenység megkezdése előtt – sem részeiben, sem pedig másik struktúrában – nem létezett. Egy (pl. járműipari) konzern nagyprojekt – egy márka új piaci szegmensben és speciális szervezetben – megvalósítására alapít céget; a kockázati tőkével finanszírozott nagyon innovatív és még nem létező piaci szegmensben létrejövő vállalkozás.

### Derivatív (már létező) alapítás

Már létező vállalati struktúrát tovább építeni; egy vállalati rész kiválik; tulajdonosi struktúrában változás történik; közös vezetés alá vonnak cégeket; egy már igazolt üzleti koncepcióval céget

építeni. Tulajdonképpen ez a cégalapítás a „ragaszkodás a kétezőhöz” és „az egyszer már jól bevált módszer”-elv, vagyis a tapasztalás miatt létezik. A problémászerkezet és a fejlődési minta különbözteti meg az originális alapítástól, mivel az utóbbi esetben az ötletet/koncepciót a piacon tesztelni kell és „túl kell élni a próbaidőt” is.

Az lehetséges cégalapítási formák ismeretében és a feltárt körülmények között mérnünk kell az előrehaladást, mérföldköveket kell felállítanunk az elszámoltatás érdekében.

A következő részben egy olyan kalkulációt végzünk, amely megkönnyíti a vállalkozás alapításához és beindításához elengedhetetlenül szükséges üzleti terv pénzügyi részében szereplő eredménykimutatás és mérleg összeállítását.

### **Pénzügyi kimutatások, kalkulációk, mint az üzleti terv készítésének alapjai**

- Előzetes (durva) eredményterv. **0. lépés!!!**
- Érzékenységvizsgálat. **0. lépés!!!**
- Eredménykimutatás (*Profit loss account*).
- Nyitómérleg (*Balance sheet*).
- Pénzáram előrebecslés (*Cash flow forecast*).
- Az alapok forrásai és felhasználásai kimutatás (*Fund flow*).
- Fedezeti pont vagy fedezeti mennyiség számítása (*Break-even point*).
- Zárómérleg (*Balance sheet*).

#### *2.1. A megtérülési várakozások és a tőkeszükséglet összehangolása, avagy 'durva' eredményterv készítése*

A **cég alapításakor** át kell gondolnunk azt, hogy a vállalkozás beindításához mennyi tőkére van szükség, ebből mennyi áll rendelkezésünkre és honnan szerezhethetjük be a hiányzó tőkét. Előzetesen meg kell határozni azt, hogy a társaság működtetésére szánt tőke és a vállalkozás beindítására és működtetésére fordítandó tevékenység alapján mekkora megtérülést kíván elérni. Tehát itt **arra a kérdésre fogunk válaszolni, hogy a társaság finanszírozási szerkezete függvényében, a működése alapján, mekkora megtérülést kell(ett volna) elérni.** Ennek meghatározásához az eredménykimutatás egyes sorait kell kiszámolnunk. A számoláskor **feltétlenül 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** (= üzemi tevékenység eredménye) nagyságát. Ezután pedig "felülről", az értékesítés nettó árbevétel sortól indulunk ki, majd ismét ki kell számolnunk az ÜTE-t. Ez lesz a **piacon realizálható ÜTE**. Kérdésünk itt az, hogy vajon a finanszírozás megoldható-e. Ennek szükséges és elégséges feltétele a következő:

$$\text{Elvárt ÜTE} \leq \text{Piacon realizálható ÜTE} \quad (2.1)$$

A számoláshoz **szükséges adatok**: előzetes tőkeigény (C), ebből a rendelkezésre álló saját tőke (E = *Equity*), a külső tőkeigény (E és D = *Debt*), a jelenlegi és az új tulajdonosok elvart megtérülési rátája, a bruttó értékesítési árbevétel, a működési profithányad, az ÁFA-kulcs, marginális (a törvény szerinti) társasági adórata. A számításhoz használjuk az OK KFT adatait és legyünk tekintettel a feltevésekre!

**Előzetes tőkeigény:** 30 millió HUF, **ebből a rendelkezésre álló saját tőke:** 10 millió HUF.  
A jelenlegi tulajdonosok elvárt megtérülési rátája 37,5%.

A **külső tőkeigény:** 20 millió HUF.

A társaság **2 lehetőség** közül választhat:

1. A külső tőkét **tulajdonostárs** biztosítja. Az elvárt megtérülési ráta 50%.
2. A külső tőke szerzése **5 éves lejáratú hitel felvételével** történik. A türelmi idő: 1 év. A kamatrátája: 20%. A kezelési költség a január elsején fennálló tőketörlesztés 1 százaléka. A hitelbírálati díj a hitel összegének 1 százaléka. A tőketörlesztés 4 egyenlő részletben (rátatörlesztés) történik az év utolsó napján.

A **bruttó értékesítési árbevétel** alakulása a fenti 2 lehetőséget tekintve:

1. A következő 3 évben: minimum 122 millió HUF, maximum 152 millió HUF.
  2. A következő 5 évben: 122, 137, 152, 152, 152 millió HUF.
1. Mindkét esetben a tulajdonosok a befektetett saját tőke után az elvárt megtérülést osztalékként ki akarják venni.
  2. A vizsgált időszakban a cég minimum 10 millió HUF adózott eredményt, és kétszer annyi működési nyereséget (piacon realizálható ÜTE) szeretne elérni.
  3. Az **ÁFA-kulcs** 27%-os.
  4. A marginális társasági adórátája 9%-os.

**Követelmény:**

- Az adózott nyereségnek 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?

### **Az elvárt üzemi (üzleti) tevékenység eredményének meghatározása**

Amennyiben az 1. finanszírozási alternatívát mérlegeljük, úgy a vállalkozás teljesen saját finanszírozású marad, míg a 2. finanszírozási alternatíva tervezésénél a cég vegyes finanszírozású lesz. A továbbiakban először az elvárt üzemi (üzleti) tevékenység eredményét határozzuk meg, majd pedig kiszámoljuk a piacon realizálható értékesítés üzemi (üzleti) tevékenység eredményét külön-külön a két lehetőség mellett. Természetesen a tiszta idegen finanszírozástól eltekintünk, mivel a valóságban ezzel az esettel nem találkozunk.

### **■ A SAJÁT finanszírozás esete**

A számolás első lépésében a meglévő és az új tulajdonosok összes tőkéjére jutó súlyozott átlagos megtérülésének nagyságát számoljuk ki.

$$\text{Átlagosan elvárt megtérülési ráta (adózás után)} = \frac{10 \times 37,5\% + 20 \times 50\%}{30} \times 100 \approx \underline{\underline{45,8\%}}$$

$$\text{Átlagosan elvárt megtérülés (adózás után)} = 30\,000\,000 \times 0,458 = \underline{\underline{13\,740\,000 \text{ HUF}}}$$

Tehát a meglévő és a régi tulajdonos összesen 13 740 000 HUF összeget szeretnének osztalékként kivenni, így az alábbi érvényes:

$$\text{Adózott eredmény (EAT)} = \text{Fizetett osztalék} = 13\,740\,000 \text{ HUF}$$

**Adózás előtti eredmény (EBT) = ÜTE**

$$= \frac{\text{Adózott eredmény}}{1 - \text{Társasági adórátája}} = \frac{13\,740\,000}{1 - 0,09} \approx \underline{\underline{15\,100\,000 \text{ HUF}}}$$

mivel pénzügyi műveletek eredményét nem terveztünk. Tehát megkaptuk az **elvárt ÜTE** nagyságát. Ezután kitölthetjük a **2-1. táblázat**ot a tervezési időhorizont 1-3 évére.

**2-1. táblázat: Az elvart ÜTE meghatározása SAJÁT finanszírozásnál**  
(millió HUF)

Megnevezés	1. év	2. év	3. év
<b>ELVART ÜTE</b>	<b>15,1</b>	<b>15,1</b>	<b>15,1</b>
PÉNZÜGYI MŰVELETEK BEVÉTELEI	0	0	0
PÉNZÜGYI MŰVELETEK RÁFORDÍTÁSAI	0	0	0
PÉNZÜGYI MŰVELETEK EREDMÉNYE			
SZOKÁSOS VÁLLALKOZÁSI EREDMÉNY	15,10	15,10	15,1
ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY	15,10	15,10	15,1
ADÓFIZETÉSI KÖTELEZETTSÉG	1,36	1,36	1,36
ADÓZOTT EREDMÉNY	13,74	13,74	13,74

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

■ **A VEGYES finanszírozás esete**

Mielőtt el kezdenénk az elvart megtérülési ráta számítását, elkészítjük a 20 millió HUF hitel visszafizetésének ütemezését a **2-2. táblázatban**.

**2-2. táblázat: A hitel törlesztésének terve (millió HUF)**

Megnevezés	1. év	2. év	3. év	4. év	5. év
Törlesztés	<b>0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>
<b>Pü. műv. ráfordításai (THM)</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>3,15</b>	<b>2,1</b>	<b>1,05</b>
Kamat	4,0	4,0	3,00	2,0	1,00
Egyéb banki költség*	0,4	0,2	0,15	0,1	0,05

\*Tartalmazza a rendelkezésre tartási jutalékot és a kezelési költséget.

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

**Vegyes finanszírozásnál** tekintetbe kell vennünk azt, hogy egyrészt a meglévő tulajdonos a 37,5%-os elvart megtérülését az adózott nyereségből osztalékként ki szeretné venni, másrészt pedig a hitelező számára a 20%-os kamatfizetési kötelezettség a társasági adóalapot csökkent<sup>1</sup>, így a 30 millió HUF ösztökére jutó megtérülés számításánál a társasági adóhatást is be kell építenünk a kalkulációba az alábbi szerint:

$$\begin{aligned} \text{Átlagosan elvart megtérülési ráta (adózás után)} &= \\ &= \frac{10 \times 37,5\% + 20 \times 20\% \times (1 - 0,09)}{30} \approx \underline{\underline{24,6\%}} \end{aligned}$$

$$\text{Átlagosan elvart megtérülés (adózás után)} = 30\,000\,000 \times 0,458 = \underline{\underline{13\,740\,000\,HUF}}$$

A meglévő tulajdonos átlagosan elvart megtérülésének nagyságát a rendelkezésre álló saját tőkére kell értelmezni, vagyis  $10\,000\,000 \times 0,375 = \underline{\underline{3\,750\,000\,HUF}}$ .

A feltevések között szerepelt az, hogy a jelenlegi tulajdonosok a 3 750 000 HUF megtérülést osztalékként szeretnék kivenni, ezért arra tekintettel kell lennünk a kalkulációnkban. Az adózás előtti eredmény nagyságát befolyásolja a pénzügyi műveletek ráfordításai között elszámolható kamatfizetési kötelezettség és egyéb banki költség (**2-2. táblázat**).

$$\text{Elvart ÜTE} = \text{Adózás előtti eredmény} + \text{Pénzügyi műveletek ráfordításai}$$

<sup>1</sup> Az 'Egyéb banki költség' is csökkenti a társasági adóalapot, de ettől itt eltekintünk, mert relatíve nagyon alacsony.

Mivel a fenti érték a 20 millió HUF, 5 éves futamidejű hitelfelvétel esetére évente változik, a **2-3. táblázatban** minden évre kiszámoltuk.

**2-3. táblázat: Az elvárt ÜTE meghatározása VEGYES finanszírozásnál (millió HUF)**

Megnevezés	1. év	2. év	3. év	4. év	5. év
<b>ELVÁRT ÜTE</b>	<b>15,4</b>	<b>15,2</b>	<b>14,15</b>	<b>13,1</b>	<b>12,05</b>
PÉNZÜGYI MŰVELETEK BEVÉTELEI	0	0	0	0	0
PÉNZÜGYI MŰVELETEK RÁFORD.	4,4	4,2	3,15	2,1	1,05
PÉNZÜGYI MŰVELETEK EREDMÉNYE	4,4	-4,2	-3,15	-2,1	-1,05
SZOKÁSOS VÁLL. EREDMÉNY	11,0	11,0	11,00	11,0	11,00
ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY	11,0	11,0	11,00	11,0	11,00
ADÓFIZETÉSI KÖTELEZETTSÉG	1,0	1,0	1,00	1,0	1,00
ADÓZOTT EREDMÉNY	10,0	10,0	10,00	10,0	10,00

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

Tehát összeállítottuk – a két finanszírozási alternatívára – az eredménykimutatást ”alulról” kezdve felépítettük és kiszámoltuk az **elvárt ÜTE**<sup>2</sup> (= üzemi tevékenység eredménye) nagyságát.

#### **A piacon realizálható értékesítés üzemi (üzleti) tevékenység eredményének meghatározása**

A példánkat tovább folytatva, a piacon realizálható ÜTE nagyságának meghatározásához a tervezett bruttó értékesítési árbevételből indulunk ki és figyelembe véve az ÁFA kulcs és a 10 millió HUF működési profit elvárt nagyságát, megkapjuk a keresett értéket.

#### **■ A SAJÁT finanszírozás esete**

Ebben az esetben elég a bruttó értékesítési árbevétel minimális, 122 millió HUF nagyságából kiindulni, mert ha ily módon teljesülnek az elvárások, akkor ezt a finanszírozási alternatívát érdemes megvalósítani.

$$\text{Értékesítés nettó árbevétele} = \frac{122\,000\,000}{1,27} \approx \underline{\underline{96\,000\,000 \text{ HUF}}}$$

A feltevések között jeleztük azt, hogy a piacon realizálható ÜTE az elvárt minimális 10 millió HUF ÜTE kétszerese, vagyis 20 millió HUF. Ezután kitölthetjük a **2-4. táblázatot**.

**2-4. táblázat: A piacon realizálható ÜTE meghatározása SAJÁT finanszírozásnál (millió HUF)**

Megnevezés	1. év	2. év	3. év
<b>ÉRTÉKESÍTÉS NETTÓ ÁRBEVÉTELE</b>	96	96	96
<b>PIACON REALIZÁLHATÓ ÜTE</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

Ha most visszalapozunk a **2-1. táblázathoz** és egybevetjük az elvárt ÜTE (15,1 millió HUF) és a piacon realizálható ÜTE (20 millió HUF) nagyságát, valamint figyelembe vesszük a (2.1) kritériumot (15,1 < 20), akkor arra a következtetésre jutunk, hogy az 1. lehetőséget, vagyis a SAJÁT finanszírozás esetét érdemes megvalósítani. Tehát piaci oldalról ”fedezve” van a tulajdonosok elvárása.

<sup>2</sup> Ha eltekintենék az ’Egyéb banki költségek’ nagyságától, akkor az elvárt ÜTE = elvárt EBIT (*Earnings before Interest and Taxes*) nagyságával.

## ■ A VEGYES finanszírozás esete

Ebben az esetben változnak a bruttó értékesítési árbevétel 5 évre tervezett adatai, de a működési profit nagysága változatlan. Az 1. évre vonatkozó számítás megegyezik a saját finanszírozás esetére. A **2-5. táblázatban** közöljük a teljes számítás végeredményét.

$$\text{Értékesítés nettó árbevétele} = \frac{122\,000\,000}{1,27} = \underline{\underline{96\,000\,000 \text{ HUF}}}$$

**2-5. táblázat: A piacon realizálható ÜTE meghatározása VEGYES finanszírozásnál**  
(millió HUF)

Megnevezés	1. év	2. év	3. év	4. év	5. év
ÉRTÉKESÍTÉS NETTÓ ÁRBEVÉTELE	96	108	120	120	120
<b>PIACON REALIZÁLHATÓ ÜTE</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

Ezután megvizsgáljuk minden egyes évre a kiindulásnál közölt (2.1) relációt. Amennyiben ez a reláció érvényesül, úgy a vizsgált finanszírozási változat vagy tőkestruktúra a kedvezőbb, különben elvetjük.

A **2-6. táblázatban** elvégeztük a két finanszírozási lehetőségre a piacon realizálható ÜTE és az elvárt ÜTE nagyságát a vizsgált időtartamra. A **2-6. táblázatban** levő értékek összehasonlításából azt látjuk, hogy mindkét finanszírozási alternatívánál a (2.1) reláció érvényes, de a "biztonsági intervallum" a vegyes finanszírozásnál nagyobb, mivel piaci oldalról (realizálható ÜTE) nagyobb mértékben biztosított a tulajdonosi elvárás nagysága (elvárt ÜTE).

**2-6. táblázat: A piacon realizálható ÜTE és az elvárt ÜTE összehasonlítása**  
(millió HUF)

Megnevezés	1. év	2. év	3. év	4. év	5. év
SAJÁT finanszírozás					
<b>PIACON REALIZÁLHATÓ ÜTE</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>		
<b>ELVÁRT ÜTE</b>	<b>15,1</b>	<b>15,1</b>	<b>15,1</b>		
VEGYES finanszírozás					
<b>PIACON REALIZÁLHATÓ ÜTE</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<b>ELVÁRT ÜTE</b>	<b>15,4</b>	<b>15,2</b>	<b>14,15</b>	<b>13,1</b>	<b>12,05</b>

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

Tehát ezt a kalkulációt bármilyen hosszú távra szóló finanszírozási forma függvényében elvégezhetjük, miközben tekintettel vagyunk a tulajdonosi várakozásokra és ennek piaci oldalról történő megtérülési esélyeire. Amennyiben a finanszírozási mód – az alapítást követően – a tulajdonosi kör változását idézi elő, úgy tovább kell vizsgálnunk a részesedés vásárlásának vagy a részvénytörzs megszerzés körülményeiben.

### 2.2. Az érzékenységvizsgálat

Ez a vizsgálat az elemző arra irányuló tevékenysége, hogy a **vállalat finanszírozásával kapcsolatos kockázati tényezőket megismerje, és a döntéshozatalnál figyelembe vegye.** Itt megvizsgáljuk azt, hogy a finanszírozási döntést befolyásoló egyes faktorok milyen mértékben különbözhetnek az eredeti becsléstől, mielőtt le kellene mondani a minimálisan elvárt 3,75 millió HUF osztalékról. Az érzékenységi vizsgálat segítségével feltárhatjuk a finanszírozási

számítás inputjai (értékesítés bruttó árbevétele, ÁFA, működési költség, kamat, társasági adórátája) és outputja (elvárt osztalék) között fennálló összefüggéseket. Az alábbi célfüggvénnyel számolunk:

$$TR_{BRUTTÓ} \times \frac{I}{1 + \dot{A}FA} - OC - k_D - T_C \times \left( TR_{BRUTTÓ} \times \frac{I}{1 + \dot{A}FA} - OC - k_D \right) = Div$$

ahol	$TR_{BRUTTÓ}$	= az értékesítés bruttó árbevétele
	$\dot{A}FA$	= általános forgalmi adó
	$OC$	= működési költség
	$k_D$	= kamatfizetés és az egyéb banki költség nagysága
	$T_C$	= társasági adórátája
	$Div$	= minimálisan elvárt osztalék

Megvizsgáljuk azt, hogy az egyes befolyásoló tényezők milyen mértékben különbözhetnek az eredeti becsléstől, miközben a 3 750 000 HUF osztalékélvárás teljesül. **Amíg az egyik tényezőt vizsgáljuk, addig a többit úgy tekintjük, mint amely azonos az eredeti becsléssel.**

(1) **Bruttó értékesítési árbevétele ( $TR_{BRUTTÓ}$ )**

$$TR_{BRUTTÓ} \times 0,8 - 80 - 4,4 - 0,09 \times (TR_{BRUTTÓ} \times 0,8 - 80 - 4,4) = 3,75 \quad \underline{\underline{TR_{BRUTTÓ} \approx 98\,500\,000 \text{ HUF}}}$$

(Eredeti: 122 000 000 HUF)

Tehát ha az értékesítés bruttó árbevétele a 122 000 000 HUF alá csökken, akkor nem teljesül az 1. üzleti év osztalékélvárása.

(1) **Általános forgalmi adó ( $\dot{A}FA$ )**

$$122 \times \frac{1}{1 + \dot{A}FA} - 80 - 4,4 - 0,09 \times \left( 122 \times \frac{1}{1 + \dot{A}FA} - 80 - 4,4 \right) = 3,75 \quad \underline{\underline{\dot{A}FA \approx 38\%}}$$

(Eredeti: 27%)

Tehát ha az  $\dot{A}FA$  38% fölé emelkedik, akkor az 1. évben nem teljesül a tulajdonosi várakozás.

(2) **Működési költség ( $OC$ )**

$$122 \times 0,8 - OC - 4,4 - 0,09 \times (122 \times 0,8 - OC - 4,4) = 3,75 \quad \underline{\underline{OC \approx 89\,000\,000 \text{ HUF}}}$$

(Eredeti: 80 000 000 HUF)

Tehát, ha a működési költségek nagysága 89 000 000 HUF fölé emelkedik, akkor veszélyeztetné az osztalékfizetés nagyságát.

(3) **Kamatfizetés és egyéb hitelezési költség ( $k_D$ )**

$$122 \times 0,8 - 80 - k_D - 0,09 \times (122 \times 0,8 - 80 - k_D) = 3,75 \quad \underline{\underline{k_D \approx 13\,500\,000 \text{ HUF}}}$$

(Eredeti: 4 400 000 HUF)

Tehát, ha a kamatfizetés és az egyéb hitelezési költség 13 500 000 HUF fölé emelkedik, akkor veszélyeztetné az osztalékfizetés nagyságát.



(4) **Társasági adórát**a ( $T_C$ )

$$122 \times 0,8 - 80 - 4,4 - T_C \times (122 \times 0,8 - 80 - 4,4) = 3,75$$

$$\underline{T_C \approx 72\%}$$

(Eredeti: 9%)

Tehát, ha a társasági adórát 72%-ot meghaladja, akkor sérülne a várható osztalékteljesítés.

(5) **Osztalék** ( $Div$ )

$$122 \times 0,8 - 80 - 4,4 - 0,09 \times (122 \times 0,8 - 80 - 4,4) = Div$$

$$\underline{Div \approx 12\,000\,000\text{ HUF}}$$

(Eredeti: 3 750 000 HUF)

Tehát a cég 3 750 000 HUF osztalék helyett közel 12 millió HUF osztalékot helyezhet kilátásba.

A **2-7. táblázat**ban összesítjük a számolás során kapott eredményeket, amelyben feltüntetjük az eredeti becslésnél használt értékeket is.

**2-7. táblázat: Az érzékenységi vizsgálat eredményei**

Tényező	Eredeti becslés	A kitűzött értéket előidéző érték	Eltérés az eredeti becsléstől (%)
$TR_{BRUTTÓ}$	122 000 000 HUF	98 500 000 HUF	19,20% ↓
$\dot{A}FA$	27%	38%	40,74% ↑
$OC$	80 000 000 HUF	89 000 000 HUF	11,25% ↑
$k_D$	4 400 000 HUF	13 500 000 HUF	206,82% ↑
$T_C$	9%	72%	700,00% ↑
$Div$	3 750 000 HUF	12 000 000 HUF	220,00% ↑

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

Esetünkben azt látjuk, hogy az OK Zrt finanszírozási terve leginkább érzékeny a működési költségre ( $OC$ ) és az értékesítés bruttó árbevételére ( $TR_{BRUTTÓ}$ ). Úgy tűnik, hogy a cég pótlólagos piacutatással megerősítheti az eredeti becslés iránti bizalmát, vagy pedig felerősödik a finanszírozással kapcsolatos nézetük változtatásának szükségessége. Ha ezt nem teszik meg, akkor nincsen alapuk a döntéshozatalhoz! A közreadott vizsgálat azt is mutatja, hogy a többi befolyásoló tényező változása ( $\dot{A}FA$ , kamatfizetés és egyéb hitelezési költség, társasági adórát) nem hordoz nagy kockázatot a kft. finanszírozását illetően. (A **2-7. táblázat** utolsó oszlopában nem a magas százalékos értéknek van jelentősége, hanem a nagyon alacsony értékeknek, mivel például csak egy kis változás az értékesítés bruttó árbevételében, már az osztalékelvárás nem teljesül.)

Készítettünk egy előzetes eredménytervet, erre alapozva végeztünk egy érzékenységvizsgálatot, ami alátámasztotta azt, hogy érdemes az OK céget megalapítani. Itt az ideje elkészíteni a részletes pénzügyi kimutatásokat a VEGYES finanszírozás esetére!

### 2.3. A tervezett eredménykimutatás

A durva eredményterv és az érzékenységi vizsgálata után rátérhetünk az eredménykimutatás fő sorainak tervezéséhez (**2-8. táblázat**).

A 2.1. fejezetben már közölt feltevéseken kívül az alábbiak is fennállnak:

- A személyi jellegű ráfordítások: Létszám  $\times$  Összes bruttó bér  $\times$  (1+Bérfjárulékok), amit a sorra kerülő eredménykimutatásban adottnak feltételezünk.
- Az egyéb ráfordítás nagysága az értékesítés nettó árbevételének 9 százaléka.

- Az aktivált saját teljesítmények értékén belül csak az egyik tételt tervezzük, mégpedig a saját termelésű készletek állományváltozását, amelyet viszont utólag, csak a mérlegtervezetek készítése után tudunk kitölteni.

**2-8. táblázat: Az eredménykimutatás tervezetek (millió HUF)**

Megnevezés	1.	2.	3.	4.	5.
ÉRTÉKESÍTÉS NETTÓ ÁRBEVÉTELE	96,00	108,00	120,00	120,0	120,00
AKTIVÁLT SAJÁT TELJ. ÉRTÉKE	1,60	0,60	0,60	0	0
EGYÉB BEVÉTELEK	0	0	0	0	0
ANYAGJELLEGŰ RÁFORDÍTÁSOK	48,00	54,00	60,00	60,0	60,00
SZEMÉLYI JELLEGŰ RÁFORDÍTÁSOK	23,96	28,08	34,05	34,5	35,55
ÉRTÉKCSÖKKENÉSI LEÍRÁS	1,60	1,60	1,60	1,6	1,60
EGYÉB RÁFORDÍTÁSOK	8,64	9,72	10,80	10,8	10,80
<b>ÜZEMI (ÜZLETI) TEV. EREDMÉNYE</b>	<b>15,40</b>	<b>15,20</b>	<b>14,15</b>	<b>13,1</b>	<b>12,05</b>
PÉNZÜGYI MŰV. BEVÉTELEI	0	0	0	0	0
PÉNZÜGYI MŰV. RÁFORDÍTÁSAI	4,40	<b>4,20</b>	<b>3,15</b>	<b>2,1</b>	<b>1,05</b>
<b>PÉNZÜGYI MŰV. EREDMÉNYE</b>	<b>-4,40</b>	<b>-4,20</b>	<b>-3,15</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,05</b>
<b>SZOKÁSOS VÁLL. EREDMÉNY</b>	<b>11,00</b>	<b>11,00</b>	<b>11,00</b>	<b>11,0</b>	<b>11,00</b>
ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY	11,00	11,00	11,00	11,0	11,00
ADÓFIZETÉSI KÖTELEZETTSÉG	1,00	1,00	1,00	1,0	1,00
<b>ADÓZOTT EREDMÉNY</b>	<b>10,00</b>	<b>10,00</b>	<b>10,00</b>	<b>10,0</b>	<b>10,00</b>

*Forrás: Saját számításon alapuló szerkesztés*

#### 2.4. A tervezett mérleg

A mérleg tételeinek kitöltéséhez az alábbiakat **feltételezzük**:

- A **tárgyi eszközök** 16 millió HUF bruttó értékét 10 év alatt, lineáris módszerrel tervezik nullára leírni, így évente 1,6 millió HUF **értékcsökkenési leírás** (eredménykimutatásban is megadtuk) miatt csökken a tárgyi eszköz értéke

- 45 nap telik el a készlet beszerzésétől az értékesítésig, vagyis az **átlagos készletleköttési idő** 45 nap.

- A **nyitó készletérték** megegyezik az egy hónapra jutó értékesítési nettó árbevétel nagyságával.

- A **vevői követelések behajtási ideje** átlagosan 30 nap az értékesítés bruttó árbevétele (mert az ÁFA tartalmát szeretnénk kalkulálni az egyéb rövid lejáratú kötelezettségek tervezése miatt) alapján, s ugyanennyi nap a **szállítói tartozások rendezési ideje**.

- A készletek nagyságából átlagosan 40 százalék **befejezetlen termelés és félkész termék** (saját termelésű készlet).

- A számviteli törvény előírása szerint **rövid lejáratú kötelezettségként** kell figyelembe venni a tárgyévét követő évben esedékes tőketörlesztés összegét.

Rövid lejáratú kötelezettségek = szállítói tartozás + tőketörlesztés + fizetendő adó tárgyévi összege + fizetendő osztalék + ÁFA elszámolás a költségvetéssel

- A tervezés során ún. **kiegyensúlyozó maradókként** kezeljük a **pénzeszközök** nagyságát.

Először a nyitó mérleg forrás, majd eszköz oldalának a fő sorait töltjük ki.

**2-9. táblázat: A mérleg forrás oldalának tervezetei (millió HUF)**

FORRÁSOK (Passzívák)	Nyitó	1.	2.	3.	4.	5.
<b>SAJÁT TŐKE</b>	<b>10,0</b>	<b>20,000</b>	<b>26,25</b>	<b>32,500</b>	<b>38,750</b>	<b>45,000</b>
Jegyzett tőke	10,0	10,000	10,00	10,000	10,000	10,000
Jegyzett, de be nem fizetett tőke	0	0	0	0	0	0
Tőketartalék	0	0	0	0	0	0
Eredménytartalék	0	0	6,25	12,500	18,750	25,000
Lekötött tartalék	0	0	0	0	0	0

Értékelési tartalék	0	0	0	0	0	0
Adózott eredmény	0	10,000	10,00	10,000	10,000	10,000
<b>CÉLTARTALÉKOK</b>	0	0	0	0	0	0
<b>KÖTELEZETTSÉGEK</b>	<b>20,0</b>	<b>30,795</b>	<b>26,689</b>	<b>22,333</b>	<b>17,333</b>	<b>12,333</b>
Hátrasorolt kötelezettségek	0	0	0	0	0	0
<b>Hosszú lejáratú kötelezettségek (HLK)</b>	<b>20,0</b>	<b>15,000</b>	<b>10,000</b>	<b>5,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>
Hosszú lejáratra kapott kölcsönök	0	0	0	0	0	0
Átváltoztatható kötvény	0	0	0	0	0	0
Tartozások kötvénykibocsátásból	0	0	0	0	0	0
Beruházási és fejlesztési hitelek	0	0	0	0	0	0
Egyéb hosszú lejáratú hitelek	0	0	0	0	0	0
Tartós kötel. kapcsolt váll.-sal szemben	0	0	0	0	0	0
Tartós kötel. jelentős tul. visz. levő váll. szemben	0	0	0	0	0	0
Tartós kötel. egyéb rész. visz. levő váll. szemben	0	0	0	0	0	0
Egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek	0	0	0	0	0	0
<b>Rövid lejáratú kötelezettségek (RLK)</b>	<b>0</b>	<b>15,795</b>	<b>16,689</b>	<b>17,333</b>	<b>17,333</b>	<b>12,333</b>
Rövid lejáratú kölcsönök	0	0	0	0	0	0
Rövid lejáratú hitelek	0	5,000	5,000	5,000	5,000	0,000
Vevőktől kapott előlegek	0	0	0	0	0	0
Köt. áruszáll.-ból és szolg.-ból (szállítók)	0	5,010	5,637	6,263	6,263	6,263
Váltótartozások	0	0	0	0	0	0
Rövid lej. kötel. kapcsolt vállalkozással szemben	0	0	0	0	0	0
Rövid lej. kötel. jelentős tul. visz. levő váll. szemben	0	0	0	0	0	0
Rövid lej. köt. e. rész. visz. levő váll.-sal szemben	0	0	0	0	0	0
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	0	5,785	6,052	6,070	6,070	6,070
Kötelezettségek értékelési különbözete	0	0	0	0	0	0
Származékos ügyletek poz. értékelési különbözete	0	0	0	0	0	0
<b>PASSZÍV IDŐBELI ELHATÁROLÁSOK</b>	0	0	0	0	0	0
<b>FORRÁSOK ÖSSZESEN</b>	<b>30,0</b>	<b>50,795</b>	<b>52,939</b>	<b>54,833</b>	<b>56,083</b>	<b>57,333</b>

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

A **2-9. táblázatban** a mérleg forrás oldalát tervezzük meg a következő sorrendben: a jegyzett tőke változatlan, 10 millió HUF marad mindvégig, s az eredménytartalékokat évről-évre a 10 millió HUF adózott nyereség 3,75 millió HUF osztalékkal csökkentett nagyságával növeljük, s így megkapjuk a saját tőke nagyságát. Ezután a kötelezettségek között először évenként a hosszú lejáratú kötelezettség csökken az egyenletes törlesztés szerint az 5 millió HUF összeggel, de az üzleti évet követő 5 millió HUF törlesztést a megelőző év rövid lejáratú hitel sorába felvisszük. A rövid lejáratú kötelezettségek között beírjuk a szállítói tartozások és az egyéb rövid lejáratú kötelezettségek nagyságát a **2-10. táblázat** szerint. A **2-10. táblázat** tartalmazza az ÁFA-elszámolás egyenlegének számítását.

**2-10. táblázat: A rövid lejáratú kötelezettségek tervezése (millió HUF)**

Üzleti év	Szállítói tartozás	Tőketörlesztési kötelezettség	Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek			Összesen
			Társasági adófizetés	Fizetett osztalék	ÁFA-elszám. ktg.vetéssel	
1.	$\frac{48 \times 30}{365} \times 1,27 = 5,01$	5,0	1,0	3,75	1,035	15,795
2.	$\frac{54 \times 30}{365} \times 1,27 = 5,637$	5,0	1,0	3,75	1,302	16,689
3.	$\frac{60 \times 30}{365} \times 1,27 = 6,263$	5,0	1,0	3,75	1,320	17,333
4.	6,263	5,0	1,0	3,75	1,320	17,333

5.	6,263	0,0	1,0	3,75	1,320	12,333
<b>Fizetendő ÁFA</b>			<b>Előzetesen felszámított ÁFA</b>			
$10 \times \left(1 - \frac{1}{1,27}\right) \approx 2,1$			$5,01 \times 0,27 / 1,27 = 1,065$			
$11,3 \times 0,27 / 1,27 \approx 2,4$			$5,637 \times 0,27 / 1,27 = 1,198$			
$12,5 \times 0,27 / 1,27 \approx 2,65$			$6,263 \times 0,27 / 1,27 = 1,33$			
<b>2,65</b>			<b>1,33</b>			
<b>2,65</b>			<b>1,33</b>			

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

A **2-11. táblázat**ban nyomon követhetjük a forgóeszközök 3 csoportjának számítását egyrészt a készletlekötési és vevői követelések behajtási idejének 45 és 30 napos becsült értékéből, másrészt pedig a pénzeszközök nagyságát ún. kiegyensúlyozó maradékként kezeljük.

**2-11. táblázat: A tervezett mérleg forgóeszköz tételeinek alakulása (millió HUF)**

Üzleti év	Készletek	Vevői követelések	Pénzeszközök	Összesen
1.	$\frac{96 \times 45}{365} \approx 12,0$	$\frac{122 \times 30}{365} \approx 10,0$	14,395	36,395
2.	$\frac{108 \times 45}{365} \approx 13,5$	$\frac{137 \times 30}{365} \approx 11,3$	15,339	37,323
3.	$\frac{120 \times 45}{365} \approx 15,0$	$\frac{152 \times 30}{365} \approx 12,5$	16,133	43,633
4.	15,0	12,5	19,983	47,483
5.	15,0	12,5	21,833	50,333

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

A **2-12. táblázat** tartalmazza a **2-11. táblázat** számított értékeit a forgóeszközök megfelelő csoportjában és a tárgyi eszközök éves 1,6 millió HUF (= 16 millió HUF/10 év) értékcsökkenési leírással csökkentett értékeit.

**2-12. táblázat: A mérleg eszköz oldalának tervezetei (millió HUF)**

<b>ESZKÖZÖK (Aktívák)</b>	<b>Nyitó</b>	<b>1.</b>	<b>2.</b>	<b>3.</b>	<b>4.</b>	<b>5.</b>
<b>BEFEKTETETT ESZKÖZÖK</b>	<b>16,0</b>	<b>14,400</b>	<b>12,800</b>	<b>11,200</b>	<b>9,6</b>	<b>8,0</b>
IMMATERIÁLIS JAVAK	0	0	0	0	0	0
<b>TÁRGYI ESZKÖZÖK</b>	<b>16,0</b>	<b>14,400</b>	<b>12,800</b>	<b>11,200</b>	<b>9,6</b>	<b>8,0</b>
Ingatlanok	0	0	0	0	0	0
Műszaki berendezések, gépek, járművek	16,0	14,400	12,800	11,200	9,6	8,0
Egyéb berendezések, felszerelések, járművek	0	0	0	0	0	0
Tenyészállatok	0	0	0	0	0	0
Beruházások, felújítások	0	0	0	0	0	0
Beruházásokra adott előlegek	0	0	0	0	0	0
Tárgyi eszközök értékhelyesbítése	0	0	0	0	0	0
<b>BEFEKTETETT PÉNZÜGYI ESZKÖZÖK</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Tartós részesedés kapcsolt vállalkozásban	0	0	0	0	0	0
Tartósan adott kölcsön kapcsolt vállalkozásban	0	0	0	0	0	0
Egyéb tartós részesedés	0	0	0	0	0	0
Tartósan adott kölcsön e. rész. visz. álló váll.	0	0	0	0	0	0
Egyéb tartósan adott kölcsön	0	0	0	0	0	0
Tartós hitelviszonyt megtestesítő értékpapír	0	0	0	0	0	0
Befektetett pü. eszk. értékhelyesbítése	0	0	0	0	0	0

<b>FORGÓESZKÖZÖK</b>	<b>14,0</b>	<b>36,395</b>	<b>37,323</b>	<b>43,633</b>	<b>46,483</b>	<b>49,333</b>
KÉSZLETEK	8,0	12,000	13,500	15,000	15,000	15,000
Anyagok	0	0	0	0	0	0
Befejezetlen termelés és félkész termékek	3,2	4,800	5,400	6,00	6,000	6,000
Növendék-, hizó- és egyéb állatok	0	0	0	0	0	0
Késztermékek	0	0	0	0	0	0
Áruk	0	0	0	0	0	0
Készletekre adott előlegek	0	0	0	0	0	0
KÖVETELÉSEK	0	10,000	11,300	12,500	12,500	12,500
Követelések áruszáll.-ból és szolg.-ból (vevők)	0	10,000	11,300	12,500	12,500	12,500
Követelések kapcsolt vállalkozással szemben	0	0	0	0	0	0
Köv. egyéb rész. visz.-ban levő váll. szemben	0	0	0	0	0	0
Váltókövetelések	0	0	0	0	0	0
Egyéb követelések	0	0	0	0	0	0
ÉRTÉKPAPÍROK	0	0	0	0	0	0
Részesedés kapcsolt vállalkozásban	0	0	0	0	0	0
Egyéb részesedés	0	0	0	0	0	0
Saját részvények, saját üzletrészek	0	0	0	0	0	0
Forgatási célú hitelvisz.-t megtestesítő értékp.	0	0	0	0	0	0
PÉNZESZKÖZÖK	6,0	14,395	15,339	16,133	18,983	21,833
Pénztár, csekkek	0	0	0	0	0	0
Bankbetétek	0	0	0	0	0	0
<b>AKTÍV IDŐBELI ELHATÁROLÁSOK</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>ESZKÖZÖK ÖSSZESEN</b>	<b>30,0</b>	<b>50,795</b>	<b>52,939</b>	<b>54,833</b>	<b>56,083</b>	<b>57,333</b>

*Forrás: Saját számításon alapuló szerkesztés*

## 2.5. A pénzáram előrebecslés

Az eredménykimutatás és a mérleg tervezetei után a pénzáram tervezése következik (2-13. táblázat).

**2-13. táblázat: Az OK Zrt cash flow terve (millió HUF)**

Megnevezés	1.	2.	3.	4.	5.
<b>I. Szokásos tevékenységből származó pénzeszköz-változás (Működési cash flow, 1-13. sorok)</b>	<b>4,395</b>	<b>5,944</b>	<b>5,794</b>	<b>7,85</b>	<b>7,85</b>
1. Adózás előtti eredmény ±	11,000	11,000	11,000	11,00	11,00
2. Elszámolt amortizáció +	1,600	1,600	1,600	1,60	1,60
3. Elszámolt értékvesztés és visszairás ±	0	0	0	0	0
4. Céltartalék képzés és felhasználás különbözete ±	0	0	0	0	0
5. Befektetett eszközök értékesítésének eredménye ±	0	0	0	0	0
6. Szállítói kötelezettség változása ±	5,010	0,627	0,626	0	0
7. Egyéb rövid lejáratú kötelezettség változása ±	5,785	0,267	0,018	0	0
8. Passzív időbeli elhatárolások változása ±	0	0	0	0	0
9. Vevőkövetelés változása ±	-10,000	-1,300	-1,200	0	0
10. Forgóeszk. (vevőáll. és pénzeszk. nélkül) változása ±	-4,000	-1,500	-1,500	0	0
11. Aktív időbeli elhatárolások változása ±	0	0	0	0	-0,60
12. Fizetett, fizetendő adó (nyereség után) -	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00
13. Fizetett, fizetendő osztalék, részesedés -	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75
<b>II. Befektetési tev.-ből származó pénzeszköz-változás (14-16. sorok)</b>	<b>-16,000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
14. Befektetett eszközök beszerzése -	-16,000	0	0	0	0
15. Befektetett eszközök eladása +	0	0	0	0	0
16. Kapott osztalék, részesedés +	0	0	0	0	0

<b>III. Pénzügyi műv.-ből származó pénzeszköz-változás</b> (17-27. sorok)	<b>20,000</b>	<b>- 5,000</b>	<b>- 5,000</b>	<b>- 5,000</b>	<b>- 5,000</b>
17. Részvénykibocsátás, tőkebevonás bevétele +	0	0	0	0	0
18. Kötvény, hitelvisz-t megtestesítő értékp. kibocsátásának bevétele +	0	0	0	0	0
19. Hitel és kölcsön felvétel +	20,000	0	0	0	0
20. Hosszú lej-ra nyújt. kölcsön és elhely. bankbetétek törlesztése, megszüntetése, beváltása +	0	0	0	0	0
21. Véglegesen kapott pénzeszköz +	0	0	0	0	0
22. Részvénybevonás, tőkekivonás (tőkeleszállítás) –	0	0	0	0	0
23. Kötvény és hitelvisz.-t megtest. é.papír visszafiz. –	0	0	0	0	0
24. Hitel és kölcsön törlesztése, visszafizetése –	0	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000
25. Hosszú lej-ra nyújt. kölcs. és elhely. bankbetétek –	0	0	0	0	0
26. Véglegesen átadott pénzeszköz –	0	0	0	0	0
27. Alapítókkal szembeni, ill. e. hosszú lej. kötel. változása ±	0	0	0	0	0
<b>IV. Pénzeszközök változása (+ I. + II. + III. sorok) ±</b>	<b>8,395</b>	<b>0,944</b>	<b>0,794</b>	<b>2,85</b>	<b>2,85</b>

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

## 2.6. Az alapok forrása és felhasználása tervezése

Itt azt a folyamatot figyeljük meg közvetlenül, amelyik egyrészt a finanszírozási alapokat növeli (az alapok forrása), másrészt csökkenti azokat (az alapok felhasználása). Tehát a pénzzel közvetlen összefüggésben nem levő műveleteket átmenetileg félretesszük (például nem foglalkozunk a megrendelések érkezésével, az áruk kiszállítással, a szállítások elfogadásával stb.).

Ezt a kimutatást **alapáramlási vagy tőkeforgalmi kimutatásnak** is nevezik, amelynek formája és részletezettsége széles határok között változhat attól függően, milyen a vállalkozás jellege vagy a vállalat éppen az üzleti ciklus mely ágában van.

A vállalkozói beállítottságú menedzsment a profit elérésére összpontosít, azaz piacokra és vevőkre vadászik, valamint a költségek kézben tartására törekszik. Amennyiben minden jól megy, úgy a pénz úgyszólván önmagáról gondoskodik. Mivel egy cégnek a forgótőke és különösen a pénz az éltető eleme, önmagában egy egészséges vállalkozást is ledönthet a szűkös pénzügyi helyzet. A vállalkozás működése érdekében ezért az alapáramlást is vizsgálni kell. Ennek választható sémáját a **12-14. táblázatban** közöljük, amelynek a megfelelő sorait a **2-13. táblázat** megfelelő sorai és értékei jelentik. Ezzel igazolni szeretnénk azt, hogy a magyar számviteli törvény szerint készített cash flow kimutatás alkalmas a finanszírozási források dinamikus módon történő (időtartamot felölelő) feltárására.

**2-14. táblázat: Az OK Zrt tervezett fund flow kimutatása (millió HUF)**

Alapok forrása						Alapok felhasználása					
Üzleti év	1.	2.	3.	4.	5.	Üzleti év	1.	2.	3.	4.	5.
<b>Működés</b>	<b>12,6</b>	<b>12,6</b>	<b>12,6</b>	<b>12,6</b>	<b>12,6</b>	<b>Kifizetés</b>	<b>4,75</b>	<b>4,75</b>	<b>4,75</b>	<b>4,75</b>	<b>4,75</b>
Adózás előtti eredmény + amortizáció	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	Fizetendő társasági adó- és osztalékfizetés	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75
Aktív időbeli elhat. csökk.	0	0	0	0	0	Aktív időbeli elhat. növ.	0	0	0	0	0
Passzív időbeli elhat.növ.	0	0	0	0	0	Passzív időbeli elhat. csökk.	0	0	0	0	0
Céltartalék képzés	0	0	0	0	0	Céltartalék felhasználás	0	0	0	0	0
						Elszámolt értékvesztés	0	0	0	0	0
<b>Tőkekivonás, értékesítés</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>Befektetés, beszerzés</b>	<b>30,00</b>	<b>2,800</b>	<b>2,700</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Forgóeszközök csökkenése (pénzeszk. vevőáll. nélkül)	0	0	0	0	0	Forgóeszközök növekedése (pénzeszk. vevőáll. nélkül)	4,00	1,500	1,500	0	0
Vevőállomány csökkenése	0	0	0	0	0	Vevőállomány növekedése	10,00	1,300	1,200	0	0
Befektetett eszközök eladása	0	0	0	0	0	Befektetett eszk. beszerzése	16,00	0	0	0	0
Bef. eszk. ért. eredménye	0	0	0	0	0	Hosszú lej. nyújtott kölcsönök és elhelyezett bankbetétek	0	0	0	0	0
<b>Idegen finanszírozás</b>	<b>30,545</b>	<b>0,894</b>	<b>0,644</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>Törlesztés</b>	<b>0</b>	<b>5,000</b>	<b>5,000</b>	<b>5,000</b>	<b>5,000</b>
HLK növekedése	20,000	0	0	0	0	HLK csökkenése	0	5,000	5,000	5,000	5,000
Egyéb RLK növekedése	5,785	0,267	0,018	0	0	Egyéb RLK csökkenése	0	0	0	0	0
Szállítói tartozás növ.	5,010	0,627	0,626	0	0	Szállítói tartozás csökkenése	0	0	0	0	0
Egyéb hosszú lej. köt. növ.	0	0	0	0	0	Egyéb hosszú lej.köt. csökk.	0	0	0	0	0
Saját finanszírozás	0	0	0	0	0	Saját finanszírozás	0	0	0	0	0
Végl. kapott pénzeszk.	0	0	0	0	0	Végl. átadott pénzeszk.	0	0	0	0	0
Alapítókkal szemb. köt. növ.	0	0	0	0	0	Alapítókkal szemb. köt.csökk.	0	0	0	0	0
<b>Alapok forrása összesen</b>	<b>43,145</b>	<b>13,494</b>	<b>13,244</b>	<b>12,6</b>	<b>12,6</b>	<b>Alapok felhasználása összesen</b>	<b>34,75</b>	<b>12,55</b>	<b>12,45</b>	<b>9,75</b>	<b>9,75</b>
<b>Pénzeszköz változás</b>	<b>8,395</b>	<b>0,944</b>	<b>0,794</b>	<b>2,85</b>	<b>2,85</b>						

Forrás: Saját számításon alapuló szerkesztés

## 2.7. A fedezeti ponthoz tartozó mennyiség és árbevétel számítása

A működési veszteség elkerülését jelző fedezeti pont számításához előfeltételezzük a fix kiadás hányadot, az egységárat és a várható keresletet. A **2-15. táblázat** mutatja a feltevések mellett a számított értékeket is.

**2-15. táblázat: A fedezeti volumen és a fedezeti árbevétel számítása**

Megnevezés	1.	2.	3.	4.	5.
1. ÖSSZES MŰKÖDÉSI KIADÁS (amortizáció nélkül)	80,6	91,8	104,85	105,3	106,350
2. FIX KIADÁS HÁNYAD (%)	35	35	38	38	38
3. FIX KIADÁS = FC (millió HUF)	28,0	32,13	39,843	40,0	40,413
4. VÁLTOZÓ KÖLTSÉG = VC (millió HUF)	52,6	59,67	65,007	65,3	65,937
5. EGYSÉGÁR = p (HUF/darab)	10 000	10 800	10 900	11 000	12 000
6. ÉVES ÉRTÉKESÍTETT VOLUMEN = Q (darab)	9 600	10 000	10 400	11 000	11 000
7. 1 TERMÉKRE JUTÓ VÁLT. KÖLTSÉG = vc (HUF)	5 480	5 967	6 250	5 936	5 994
8. 1 TERMÉKRE JUTÓ FEDEZET = f (HUF)	4 520	4 833	4 650	5 064	6 006
9. FEDEZETI MENNYISÉG = $Q_f^*$ (darab)	6 195	6 649	8 569	7 899	6 729
10. FEDEZETI ÉRTÉKESÍTÉSI ÁRBEVÉTEL = $NSR_f^*$ (millió HUF)	61,95	71,809	93,402	86,889	80,748

Forrás: Saját számításon alapuló szerkesztés

Itt most kizárólag az 1. üzleti évre részletezzük a számítás menetét:

Az összes működési kiadás amortizáció nélkül vett nagysága a **2-15. táblázatból** = 90,6 – 15,4 = 80,6 millió HUF

FC = 80,6 × 0,35 = 28 millió HUF

VC = 80,6 – 28,0 = 52,6 millió HUF

f = p – vc = 10 000 – 5 480 = 4 520 HUF

$$Q_f^* = \frac{FC - NCF}{f} = \frac{28\,000\,000}{4\,520} \approx 6\,195 \text{ darab}$$

$$NSR_f^* = p \times Q_f^* = 10\,000 \times 6\,195 = 61,95 \text{ millió HUF}$$

## 2.8. A tulajdonosi (saját) tőkével kapcsolatos mérlegelési módok

A tulajdonosi (saját) tőkét érintő finanszírozási módok közül a saját és a részesedés finanszírozás területe kerül előtérbe. Itt különbséget kell tennünk zárt és nyilvános részvénytársaságok között. Ebben a részben **először** megvizsgáljuk azt, hogy **milyen körülmények között érdemes új taggal bővíteni a tulajdonosi létszámot**. Ezt a vizsgálatot el lehet végezni közkereseti és betéti társaság, egyszemélyes kft. és rt. esetében is. A **második** részben **ugyanazt megvizsgáljuk**, de **nyílt rt. esetében**, majd a **harmadik** részben részletezzük az **osztalékfizetési tervezeteket**. Mindvégig példával illusztráljuk mondanivalónkat.

### 2.8.1. Az új tulajdonos belépése

Az új tulajdonos belépésénél elvileg **két probléma** is felmerülhet, amit meg kell oldani:

1. Hogyan határozzák meg az új tulajdonos (tag) "belépési árát", azaz **mekkora árat fizessen a cégnek?**
2. Mekkora legyen az **új tag részesedése?**

Kezdjünk hozzá az 1. probléma megoldásához!



## 2.8.2. A belépési ár meghatározása

Az új tulajdonos belépési árának meghatározását bemutatjuk egy példa segítségével.

A "GHJ" magáncég tervezi egy új partner bevonását a vállalkozásba. A cég vezetője (I) a munka terhet meg szeretné osztani az új taggal (II). A jövőbeni éves többlet pénzáram 5 millió HUF, 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?

Meg kell határozni az eddigi tulajdonos szempontjából az MP(I) határát. Ehhez tudni kell, hogy mekkora jövőbeni többlet pénzáramról mond le a II résztulajdonos bevonásával és milyen magas az a  $k(I)$  befektetési kamatrátá, amely mellett legjobb az alternatív befektetés. I lemond évente 2 500 000 HUF összegről és számra a legkedvezőbb befektetési kamatrátá  $k(I) = 10\%$ . Tehát az MP(I) határát  $= 2,5/0,1 = 25$  millió HUF, feltételezve azt, hogy sikerül I-nek az új tulajdonost (II) meggyőzni arról, hogy a cég jövőbeni éves többlet pénzárama 5 000 000 HUF. A (II) résztulajdonos számára a legjobb befektetési kamatrátá  $k(II) = 6\%$ , így az MP(II) határát  $= 2,5/0,06 = 41,67$  millió HUF. Ilyen feltételek mellett a határát maximális nagysága 41,67 millió HUF, s ekkor 5 millió HUF az éves várható többlet pénzáram. (II) készen áll arra, hogy fizessen akkor, ha (I) megköveteli azt, hogy  $MP(I) < MP(II)$ . Következésképpen létezik egy egyezkedési terület, ami a mindenkori határára vonatkozik. A II résztulajdonos belépési árának meghatározása függ mindkét fél egyezkedési képességétől.

Tételezzük fel, hogy az alkalmas belépési ár 38 millió HUF!

A meglévő (I) tulajdonos számára ez a pénzügyi pozíciója javulását jelenti. Elér 2 500 000 HUF összeget és a magánbefektetésből  $38 \times 0,1 = 3\,800\,000$  HUF, összesen 6 300 000 HUF-ot, amit 1 300 000 HUF összeggel több, mint az eredeti esetben. II résztulajdonosnak is megéri elfogadni a 38 millió HUF ajánlatot, mert (II) = 6% mellett, 41,67 millió HUF befektetés esetén kapná meg a 2 500 000 HUF összeget. A  $41,67 - 38 = 3,67$  millió HUF különbözetet 6 százalékos kamatrátá mellett befektetheti és összesen évente 2,7202 millió HUF összeget ér el. Módosítsunk egy kicsit a az eddig tárgyalt példán!

(I) **bővít**i vállalkozását (II) résztulajdonos bevonásával. Bővítés előtt a jövőbeni éves többlet pénzáram 5 000 000 HUF, bővítés után 8 600 000 HUF. A vállalkozás bővítésének pótlólagos tőkeigénye 15 millió HUF. Az a legkisebb belépési ár, amelyet a meglévő (I) tulajdonosnak meg kell követelni, függ saját **célkitűzésétől**. Erre **három lehetőséget** veszünk számításba:

1. (I) megtartja eddigi 5 millió HUF bevételi pozícióját, de nincsen saját tőkéje a bővítés finanszírozásához. Készen áll arra, hogy (II) résztulajdonos 3 600 000 HUF pótlólagos pénzáram biztosítása fejében 15 000 000 HUF ellenérték teljesítésével, bevonja társnak.
2. Eddigi (I) tulajdonos kész arra, hogy a többlet pénzáramot megossza a bővítés után. II társnak ki kell fizetni 15 millió HUF összeget és akkor évente a 8 600 000 HUF felét, 4,3 millió HUF összeget kap.
3. (I) kínál II-nek 50%-os részesedést és megköveteli belépési árként saját MP(I) határát. (I) bevételi pozíciója 8 600 000 HUF fele, azaz 4 300 HUF, amit  $k(I) = 10\%$ -os kamatrátá mellett 43 000 000 HUF nagyságra értékel. Tehát (I) követel 43 000 000 HUF belépési árat. Értékeljük a fenti három célkitűzés valóra váltását!

1. II résztulajdonos elért megtérülési rátája  $3,6/15 = 0,24$ , vagyis 24%-os. Ezzel jobban járna, mint a  $k(II) = 6\%$ -os alternatíva esetén. A részesedési arányok (I)-nél  $5/8,6 = 0,5814$ , miközben II-nél  $3,6/8,6 = 0,4186$ .
2. II megtérülése  $4,3/15 = 0,2866$ , azaz 28,66%, ami meghaladja(I) fenti, 1. célkitűzését, bár bevételi pozíciója 5 000 000 HUF összegről 4 300 000 összegre csökken. Ezt az eredményt meg kell magyarázni. Meg kell fontolni I döntését akkor, ha a vállalkozást bővíteni kényszerül, mert 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 pénzárám.
3. II befektetési rátája  $k(II) = 6\%$ , ezáltal az  $MP(II) = 71,67$  millió HUF határár, ami jóval magasabb  $MP(I) = 43$  millió HUF határárnál és ezért egyet ér a 43 millió HUF belépési árral. A bővítés után II bevonásával (I) elér 4 300 000 HUF éves többlet pénzárámot és 2 800 000 HUF összeget magánbefektetésből, mert befektetheti a  $43 - 15$  millió HUF különbséget 10%-os kamatrátával mellett. Tehát a teljes többlet pénzárám 7 100 000 HUF bővítés után, mialatt bővítés előtt csak 5 000 000 HUF. II elér 4 300 000 HUF éves többlet pénzárámot és a  $71,67 - 43$  különbséget 6%-os kamatrátával mellett befektetheti, így összesen elér 6,0202 millió HUF összeget. Pénzügyi pozíciója is javul, mert a vállalkozás részesedéséből származó megtérülése  $4,3/43 = 0,1$ , vagyis 10%, ami meghaladja a 6%-os alternatív megtérülési rátáját.

Ezek után térjünk rá a 2. problémakör tárgyalására, ami a belépő új tulajdonos részesedésének kialakítására vonatkozik!

### 2.8.3. Az új tag részesedése

Az ún. létesítő okiratban meg kell állapodni az új tag nyereség részesedésének nagyságáról is. **Az új tulajdonos belépésénél a saját tőke aránya akkora, amekkora a részesedési aránya a nyereségből vagy többlet pénzáramból.**

Vizsgáljuk meg az előző, 2.8.2. részben közölt három célkitűzés mellett azt, hogy hogyan alakul az II új tag részesedési aránya! A **2-16. táblázat**ban megadjuk a "GHJ" cég mérlegét a II új tulajdonos belépése előtt.

**2-16. táblázat: A "GHJ" cég mérlege az új tag belépése előtt (millió HUF)**

Eszközök		Források	
Befektetett eszközök	13	Saját tőke	10
Forgóeszközök	12	Kötelezettségek	17
Pénzeszközök	2		
<b>Összesen</b>	<b>27</b>	<b>Összesen</b>	<b>27</b>

*Forrás:* Saját szerkesztés

1. célkitűzés szerint a II új tag  $3,6/8,6 = 0,4186$ , azaz 41,86%-ban részesedik a többlet pénzáramból, így a saját tőke hányada  $10 \times 41,86/58,14 = 7,2$  millió HUF. Az éves többlet pénzárám 8 600 000 HUF és ezt a  $10/7,2$  saját tőkearány szerint kell felosztani. A **2-17. táblázat** mutatja az új tag belépése utáni mérleget.

**2-17. táblázat: A "GHJ" cég mérlege az új tag belépése után – 1. célkitűzés (millió HUF)**

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>

*Forrás:* Saját szerkesztés

2. célkitűzésnél 8 600 000 HUF többlet pénzáramból egyenlő arányban részesednek, ezért a II új tag saját tőke aránya 10 000 000 HUF összeget tesz ki az összes 20 000 000 HUF saját tőkéből. A tartalékok 5 millió HUF értékben szerepelnek a **2-18. táblázatban** közöltek szerint.

**2-18. táblázat: A "GHJ" cég mérlege az új tag belépése után – 2. célkitűzés (millió HUF)**

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>

*Forrás:* Saját szerkesztés

3. célkitűzésnél (I) meglévő tulajdonos követeli saját MP(I) határát II új tagtól, mert (I) nem ismeri II tag magasabb határát. II tag az 50%-os részesedésért 43 000 000 HUFot fizet, amelyből csak 15 000 000 HUF kell a vállalkozás bővítéséhez, a 28 000 000 HUF különbözetet vállalaton kívül befekteti. Ebből a befektetésből elért kamat nem a vállalati eredmény része. Ebből a II új tag nem részesedik.

Tehát bemutattunk néhány mérlegelési módot az új tag belépési árának és részesedési arányának meghatározásához. A következőkben azt vizsgáljuk meg, hogy a társaság **milyen körülmények között ígérheti a törzsrésztulajdonos várakozásának és az osztalékelsőbbbségi joggal rendelkező részvényes elvárásának teljesítését.**

2.8.4. Az új törzsrésztulajdonosok belépése

Már a 2.8.3. rész 1. finanszírozási alternatívájánál is azon gondolkodtunk el, hogy hogyan tudjuk teljesíteni a meglévő és az új tulajdonos(ok) várakozásait. Most is az az alaphelyzet, hogy a meglévő részvényesek mellé újak is beléphetnek, a társaság tagjai a cég beindítása után hamar rájönnek, hogy a működéshez nem elegendő tőkét biztosítottak, vagyis tőkeemelésre kerül sor. Itt azonnal két probléma felmerül a meglévő, "rég" részvényesek számára:

- Az új részvényes felvételével megváltozik a meglévő részvényes részesedési hányada. Az a részvényes, aki a tőkeemelés előtt az társaság részvényeinek például 5 százalékát birtokolta, a tőkeemelés után csak akkor lesz 5 százalékos a részesedése, ha az új részvények 5 százalékát megszerzi.
- Az új részvények kibocsátása a meglévő részvények piaci értékét (árfolyamát) csökkenti. Mivel a régi részvények árfolyama esik, csökken a régi részvényes vagyoni pozíciója. Ez ellen tenni kell, támogatni kell a meglévő részvényest. A vételi jognak két olyan funkciója van, amely ezt a vagyonszűkítést kiegyenlíti.

Vezessük be az alábbi jelöléseket!

$P_R$  = régi részvény árfolyama a tőkeemelés előtt

$P_U$  = vételi árfolyam az új részvényekre ( $P_U < P_R$ )

$O$  = a régi részvények száma

$N$  = az új részvények száma

A  $P_U \times N$  tőkeemelés után a részvények árfolyama a következőképpen alakul:

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

A régi részvényeseknek a  $P_R - P_M$  nagyságú vagyonszűkülés keletkezik, mert  $P_U < P_R$ . Ez a vagyonszűkülés a  $V(SR)$  vételi jog értékével kiegyenlíthető akkor, ha minden részvényesnek  $O/N$  vételi joga van, amiért egy új részvényt szerezhet  $P_U$  vételi árfolyamon. A  $V(SR)$  vételi jog értékét a következőképpen számoljuk:

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

Nézzünk egy példát a fenti összefüggések pontosabb megértése érdekében!

Az "HOH" Nyrt igazgatósága úgy véli, hogy kedvezőtlen a kötelezettségek aránya a saját tőkéhez képest a **2-19. táblázat**ban közölt mérleg alapján. A jegyzett tőke 10 millió HUF összeggel történő emelését tervezi 10 000 darab 1 000 HUF névértékű részvény kibocsátásával,  $P_U = 2$  ezer HUF vételi árfolyamon. A régi részvények ( $O = 20\,000$  darab) aktuális árfolyama 6 000 HUF. A vételi arány  $O/N = 2/1$ . Az egyszerűsítés érdekében eltekintünk a részvénykibocsátás költségeitől. A **2-20. táblázat**ban olvashatjuk az új mérlegét a tőkeemelés végrehajtása után.

Hogyan befolyásolja a részvényes vagyoni pozícióját az új részvények kibocsátása?

**2-19. táblázat: A "HOH" Nyrt mérlege a tőkeemelés előtt (millió HUF)**

Eszközök		Források	
Befektetett eszközök	50	Saját tőke	
Forgóeszközök	40	Jegyzett tőke	20
		Tőketartalék	2
		Eredménytartalék	8
		Kötelezettségek	60
<b>Összesen</b>	<b>90</b>	<b>Összesen</b>	<b>90</b>

Forrás: Saját szerkesztés

**2-20. táblázat: A "HOH" Nyrt mérlege a tőkeemelés után (millió HUF)**

Eszközök		Források	
Befektetett eszközök	50	Saját tőke	
Forgóeszközök	40	Jegyzett tőke	30
Pénzeszközök	20	Tőketartalék	12
		Eredménytartalék	8
		Kötelezettségek	60
<b>Összesen</b>	<b>110</b>	<b>Összesen</b>	<b>110</b>

Forrás: Saját szerkesztés

A **2-20. táblázat**ban az új részvények (10 000 darab) vételi árfolyama (2 000 HUF) és névértéke (1 000 HUF) közötti különbséget a tőketartalékba került.

A  $V(SR)$  vételi jog értéke az alábbi lesz:

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

Tőkeemelés után a részvények árfolyama  $P_M = 4\,666,67$  HUF, a részvényes olyan gazdag, mint kezdetben:  $2 \times 4\,666,67 + 2 \times 1\,333,33 = 12\,000$  HUF. A régi részvényes három részvényt birtokol  $P_M = 4\,666,67$  HUF árfolyamon, vagyis 14 000 HUF összeggel rendelkezik, gazdagabb lett, mert a pénzeszköz állomány 2 000 HUF (összesen 20 000 000 HUF) összeggel növekedett.

A továbbiakban a törzsrészvényesek mellett osztalékelsőbbbségi részvényesek is részesednek a társaság saját tőkéjéből.

### ■ Az osztalékelsőbbbségi részvényesek belépése a törzsrészvényesek mellé

Ebben a részben megvizsgáljuk azt, hogy a cég miképpen alakítsa ki az osztalékra vonatkozó elsőbbbségi jogokat úgy, hogy figyelembe veszi az "igazi" törzsrészvényesek várakozásait is.

#### - A limitált osztalékelsőbbbség

A társaság dönthet úgy, hogy megszabja az elsőbbbségi osztalékfizetés felső határát és csak ezután fizet a törzsrészvényeseknek. Vegyük ehhez a következő példát!

A nyrt kibocsátott 100 000 darab osztalékelsőbbbségi részvényt és 100 000 darab törzsrészvényt. Meghatározta az elsőbbbségi osztalékfizetés felső határát, mégpedig az 5 000 HUF névérték 7 százalékos mértékében (vagyis 35 millió HUF). A **2-21. táblázat** különböző adózott eredmény ( $NP = \text{Net Profit}$ ) értékek mellett mutatja az osztalékfizetés alakulását egyrészt az összes kintlevő részvényre, másrészt pedig az egy részvényre jutó osztalékra ( $DPS = \text{Dividends per Share}$ ). Feltételezzük, hogy az adózott eredmény teljes nagyságát osztalékfizetésre szánják. (Ha az  $NP$  egy részét visszatartják, akkor az osztalékfizetésnél a mérleg szerinti eredményt veszik figyelembe az  $NP$  helyett.)

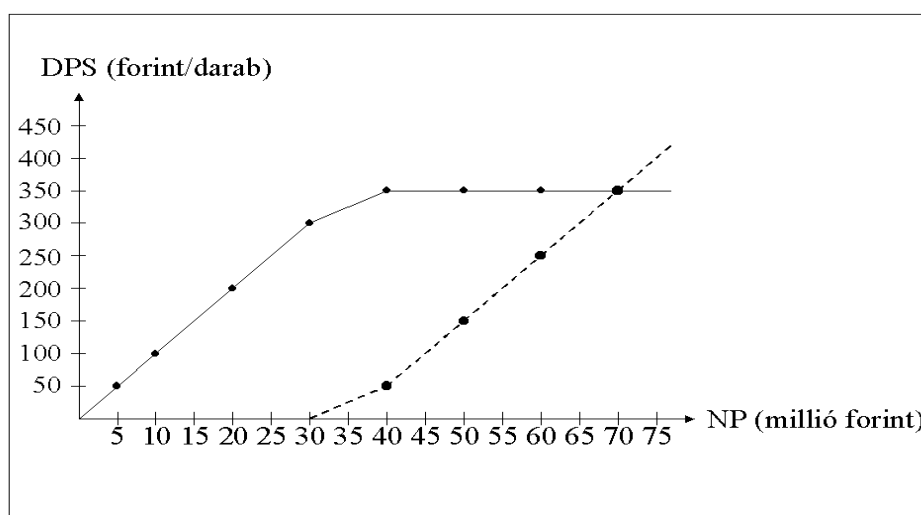
**2-21. táblázat: Az osztalékfizetés alakulása az adózott nyereség függvényében, limitált elsőbbbségi osztalékfizetés esetén**

$NP$ (millió HUF)	$NP$ megoszlása (millió HUF)		$DPS$ (HUF/darab)	
	elsőbbbségi részvény (100 000 darab)	törzsrészvény (100 000 darab)	elsőbbbségi részvény (100 000 darab)	törzsrészvény (100 000 darab)
0	0	0	0	0
5	5	0	50	0
10	10	0	100	0
20	20	0	200	0
30	30	0	300	0
40	35	5	350	50
50	35	15	350	150
60	35	25	350	250
70	35	35	350	350

Forrás: Saját szerkesztés

A **2-21. táblázat**ból azt látjuk, hogy mindaddig amíg az rt. nem éri el a 35 millió HUF adózott nyereséget, az osztalékelsőbbbségi részvényeseké az elért NP, s csak 35 millió HUF NP feletti összeg jár a törzsrészvényeseknek. A **2-2. ábra** a **2-21. táblázat** DPS értékeit ábrázolja különböző NP értékek függvényében. Az ábrában folytonos vonallal jelöltük az elsőbbbségi részvény után járó osztalékfizetés és szaggatott vonallal a törzsrészvényre jutó osztalék nagyságát.

**2-2. ábra: Az osztalékfizetés alakulása limitált elsőbbbségi osztalék esetén**



Forrás: Saját szerkesztés

#### - A prioritásos osztalékigény

A társaság úgy is dönthet, hogy az adózott eredményből először az elsőbbbségi részvényesek kapnak egy bizonyos összeget (prioritásos osztalékot), s ezután a maradékot egyenlő arányban osztják fel részvényenként. Ebben az esetben a törzsrészvényes nem éri utol az elsőbbbségi részvényes kifizetésének nagyságát.

Folytassuk az előző részben megkezdett példát azzal a különbséggel, hogy most az elsőbbbségi részvényesek kap az adózott nyereségből prioritásos osztalékot, mégpedig az 5 000 HUF névérték 2 százalékát (vagyis 10 millió HUF összeget), s az ezen felül megmaradt összeget egyenlő arányban kifizetik az elsőbbbségi és a törzsrészvényesek között! A **2-22. táblázat**ban olvashatjuk különböző NP szintek mellett az osztalékfizetés alakulását.

**2-22. táblázat: Az osztalékfizetés alakulása az adózott nyereség függvényében, prioritásos elsőbbbségi osztalékfizetés esetén**

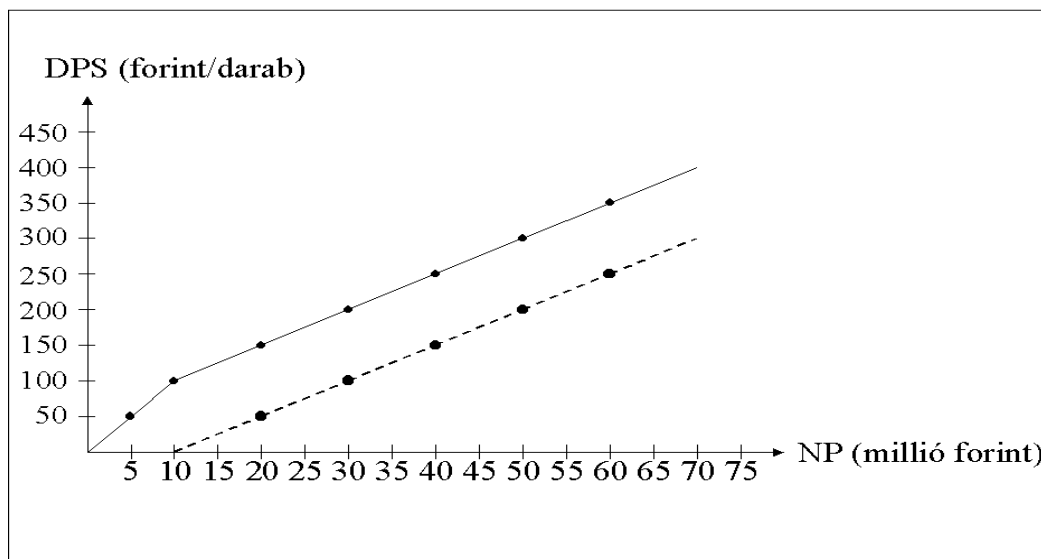
NP (millió HUF)	NP megoszlása (millió HUF)		DPS (HUF/darab)	
	elsőbbbségi részvény (100 000 darab)	törzsrészvény (100 000 darab)	elsőbbbségi részvény (100 000 darab)	törzsrészvény (100 000 darab)
0	0	0	0	0
5	5	0	50	0
10	10	0	100	0
20	15	5	150	50
30	20	10	200	100
40	25	15	250	150
50	30	20	300	200
60	35	25	350	250

70	40	30	400	300
----	----	----	-----	-----

Forrás: Saját szerkesztés

A **2-22. táblázat**ban azt olvashatjuk, hogy a 10 millió HUF prioritásos osztalék feletti összeget egyenlő arányban osztják fel az osztalékelsőbbbségi és a törzsrészvényesek között. A **2-3. ábra** a **2-22. táblázat** DPS értékeit ábrázolja különböző NP értékek függvényében. Az ábrában folytonos vonallal jelöltük az elsőbbségi részvény után járó osztalékfizetés és szaggatott vonallal a törzsrészvényre jutó osztalék nagyságát.

**2-3. ábra: Az osztalékfizetés alakulása prioritásos elsőbbségi osztalékigénynél**



Forrás: Saját szerkesztés

**- A prioritásos osztalékigény az egyenlő felosztási szabály összekapcsolásával**

A nyrt azt az osztalékfizetési megoldást is mérlegelheti, hogy az elsőbbségi részvényes egy előre meghatározott, prioritásos osztalékot kap és az ezen felüli összeget kapja a törzsrészvényes mindaddig, amíg el nem éri a cég azt az NP szintet, amelynél mind az osztalékelsőbbbségi-, mind pedig a törzsrészvényes azonos arányban részesedik az adózott nyereségből.

Folytassuk most is az előző részben megkezdett példát azzal a különbséggel, hogy most az elsőbbségi részvényes kap az adózott nyereségből prioritásos osztalékot, mégpedig 250 HUF összeget az 5 000 HUF névértékre vetítve, vagyis az összes kint levő 100 000 darab után 25 millió HUF összeget, s az ezen felül megmaradt összeget egyenlő arányban kifizetik az elsőbbségi- és a törzsrészvényesek között! A **2-23. táblázat**ban olvashatjuk különböző NP szintek mellett az osztalékfizetés alakulását.

**2-23. táblázat: Az osztalékfizetés alakulása az adózott nyereség függvényében prioritásos elsőbbségi osztalékigény esetén, az egyenlő felosztási szabály összekapcsolásával**

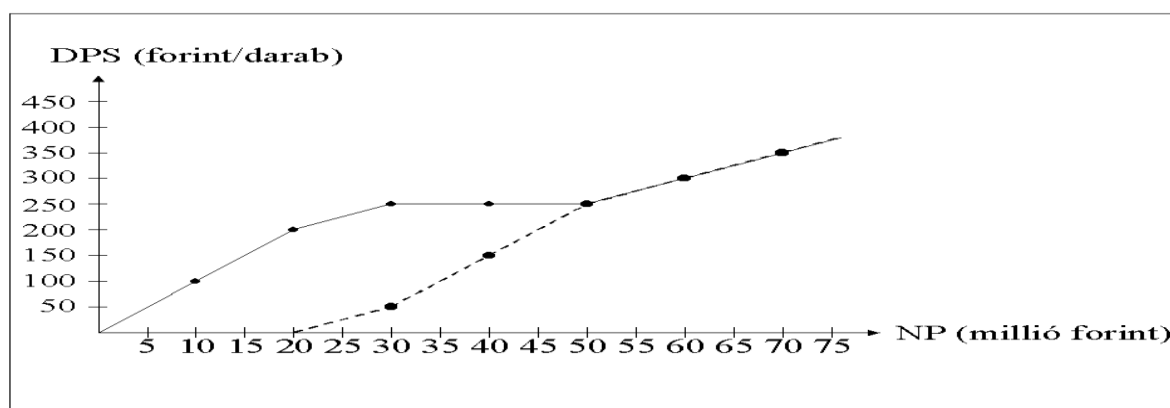
NP (millió HUF)	NP megoszlása (millió HUF)		DPS (HUF/darab)	
	elsőbbségi részvény (100 000 darab)	törzsrészvény (100 000 darab)	elsőbbségi részvény (100 000 darab)	törzsrészvény (100 000 darab)
0	0	0	0	0
5	5	0	50	0
10	10	0	100	0

20	20	0	200	0
30	25	5	250	50
40	25	15	250	150
50	25	25	250	250
60	30	30	300	300
70	35	35	350	350

Forrás: Saját szerkesztés

A **2-23. táblázat**ban azt olvashatjuk, hogy a 25 millió HUF prioritásos osztalék feletti összeget a törzsrésztvényeseknek fizetik és 50 millió HUF NP nagyság után már mind az osztalékelsőbbbségi-, mind pedig a törzsrésztvényes azonos arányban részesül az adózott nyereségből. A **2-4. ábra** a **2-23. táblázat** DPS értékeit ábrázolja különböző NP értékek függvényében. A **2-4. ábrában** folytonos vonallal jelöltük az elsőbbbségi részvény után járó osztalékfizetés és szaggatott vonallal a törzsrésztvényre jutó osztalék nagyságát.

**2-4. ábra: Az osztalékfizetés alakulása prioritásos elsőbbbségi osztalékigény esetén, az egyenlő felosztási szabály összekapcsolásával**



Forrás: Saját szerkesztés

A konkrét esettől függ az, hogy melyik osztalék-felosztási szabály kedvezőbb az osztalékelsőbbbségi részvényes számára. A limitált elsőbbbségi osztalék – példánkban 7% – kedvezőbb akkor, ha az osztalékelsőbbbségi részvényesek kevesebben vannak a törzsrésztvényesekhez képest és kedvezőbb a prioritásos osztalékigényhez képest is – ami esetünkben 2%. Itt felmerülhet a következő kérdés: Mit tud elérni az elsőbbbségi részvényes, amit a törzsrésztvényes nem tud elérni? Számos azonosság (mindkét tőkejuttató által nyújtott forrás a saját tőke része, az osztalékfizetés az adózott eredmény terhére történik, stb.) mellett léteznek különbségek is, amelyeket megmagyarázunk az alábbi két példával.

Tételezzük fel, hogy egy társaság részvényeinek árfolyama az 5 000 HUF névérték alatt van, mondjuk 4 500 HUF összegben. A társaságnak saját tőkére van szüksége, de új részvényeket nem bocsáthat ki, mert a törvény nem engedi a névérték alatti kibocsátást. Ekkor az osztalékelsőbbbségi részvényes helyzete, egy attraktív felosztási szabály esetén 5 000 HUF névértékre vetítve, jóval biztonságosabb a törzsrésztvényes helyzetéhez képest.

Tekintsünk egy olyan társaságot, amelynek részvényeit az alapító család utódai tartják kézben. Pótlólagos saját tőkére van szükségük. Mivel a társaság nyeresége nem fedezi az új beruházás kezdeti beruházási kiadását, hitelkérelemhez folyamodnak. A hitelező azonban hosszú távra csak úgy nyújt hitelt, ha a cég megemeli saját tőkéjét. Ez egyáltalán nem ritka



situáció. A meglevő, "régi" tulajdonosok meg akarják tartani szavazati, ellenőrzési és döntési jogait az új tulajdonosokkal szemben. Amennyiben törzsrészcshvnynt szereznének az új tulajdonosok, úgy megilleti őket a szavazati jog. A kiutat a **szavazati jogban korlátozott, osztalékelsőbbségi részvényes** tőkejuttatása jelenthetné, avagy a "régi" részvényesek.

A fenti két eset a törzsrészvény kibocsátás alternatíváját írja le. A gyakorlatban gyakran összehasonlítják az osztalékelsőbbségi részvcnynt a hosszú lejáratú idegen tőkével, mivel mindkét esetben szerződésben rögzített – elsőbbségi osztalék és kamat – nagyságról van szó. A gyakorlati szakember úgy érvel, hogy mivel az idegen tőke után fizetett kamat (és egyéb banki költség) társasági adóalapot csökkent, ezért előnyösebb az osztalékelsőbbségi részvényhez képest. Úgy gondoljuk, hogy nem ésszerű ez az összehasonlítás és a végkövetkeztetés. Az összehasonlításához annyit fűzünk, hogy az elsőbbségi osztalék elmaradása nem „jelent nagy szerencsétlenséget” (mivel szavazati jog illeti meg a részvényest mindaddig, amíg az elmaradt osztalékot nem kapja meg). A kamatfizetés elmaradása azonban a társaság és tulajdonosai számára kockázatot hordoz, és kemény harcot idézhet elő a hitelezőkkel, amely csődeljárásba torkollhat. Nem hasonlíthatjuk össze egymással a szerződésben rögzített elsőbbségi osztalékot és kamatot (és törlesztést)! Az **elsőbbségi osztalékot feltételes ígéretnek** tekintjük, mert csak akkor kell fizetni (illetve pótolni), ha a társaság pozitív nettó eredményt ér el (esetleg eredménytartalékból fizet). Ezzel szemben a **kamat** a hitelező **feltétlen igénye**, mert mindenkor – az adózott eredmény nagyságától függetlenül is – ki kell fizetni. A végkövetkeztetés kapcsolatban azt fogalmazzuk meg, hogy helyes a menedzser vélekedése az "olcsóbb" idegen tőkével történő finanszírozásról, a feltétel csak az, hogy a hitelezett cégnek elegendő saját tőkéje legyen. Másodrangú kérdés az, hogy vajon ez a saját tőke törzs- vagy elsőbbségi részvényekre oszlik, mert a tulajdonos igényét csak a hitelező(k) kifizetése után sorolják be, függetlenül attól, hogy vajon törzs- vagy elsőbbségi részvényesről van-e szó. Ellenben az elsőbbségi részvényes osztalékfizetése előnyt élvez a – reziduális érdekeltséggel rendelkező – törzsrészvényes osztalékfizetéséhez képest.

## 2.9. A startup cégek: a sikerre kiél(h)ezve

A **startup** általában az **újonnan alapított, nagy növekedési potenciállal rendelkező induló vállalkozásokat** jelenti, melyet többnyire **termék- vagy üzleti modell innováció** jellemez. Ezek a cégek a **nemzetközi piacokon való jelenlétet** tűzték ki célul, vagyis nem kizárólag a helyi piacra koncentrálnak. A magas növekedési potenciál alapvetően a nemzetközi piacokon értendő, így a nemzetközi skálázhatóság különösen fontos eleme a meghatározásnak.

A startup kifejezés és a kis- és közepes vállalkozások (kkv) kifejezés között a következő kapcsolatot lehet kimutatni: **Minden startup kkv, de nem minden kkv startup**. A startup kifejezés a magyar gazdaságpolitikában „innovatív mikrovcállalkozás”. A kkv fogalmi körbe alapvetően a nemzetközi gyakorlat alapján kerülhet be, amennyiben a Szilícium völgyben elterjedt gyakorlat alapján maga a Google vagy éppen a Facebook is startupnak minősül, holott ezek a cégek már túlvannak a tőzsdéi kibocsátáson (**IPO = Initial Public Offerings**) és nemzetközi globális nagyvállalatnak minősülnek. (Ezt erősíti az a tény, hogy maga a Google számos startup versenyen – új szolgáltatásaival – elindul.)

A startup fogalmi meghatározásának alapja – a nemzetközi gyakorlat szerint – a következő 5 alapvető módszertani paradigma:

### 1. Innovatív képesség

Ez alapján a sarki fűszeres vagy kereskedelmi cég nem minősíthető startupnak. Amennyiben azonban a sarki fűszeres elkezd online platformot létrehozni a zöldségek értékesítésére, vagy a kereskedő cég egyedi bónuszrendszert alakít ki, amely lehetővé teszi online aukciók lefolytatását, akkor már startupnak minősülnek, mert innoválnak.

## 2. Naggyá válási képesség

Lényege, hogy az induló mikrovállalkozás akár 3-5 év alatt komoly piaci sikereket érjen el. Ez *Paul Graham*, Szilícium völgyi startup guru legendás mondása.

## 3. Nemzetközi piacképesség

Azaz a startup már az alapításkor arra törekszik, hogy nemzetközileg értékesítse termékét és szolgáltatását.

## 4. Olyan egyedi cégépítési módszerek használata, amelyek révén a gyors növekedés megvalósítható.

Ezek közé tartozik például az ún. *Blue Ocean Strategy* lényege az, hogy a startup termékével olyan egyedi piacot választ, ahol azonnal piacvezetővé tud válni, mert technológiája vagy üzleti modellje különleges. A *Lean* módszertan (Ries 2011) lényege a rövid üzleti iterációkban (fokozatos közelítés, egy adott eljárásnak egyre pontosabb értéket adó többszöri megismétlése) történő fejlődés, amely azt feltételezi, hogy az egyes fejlődési iterációk azonnali piaci visszacsatolást kapnak és a lépésekben történő fejlődés eleve ezeknek a felhasználói, vagy vásárlói visszacsatolások mentén történik.

## 5. Közösségi jelleg

A startup fejlődése során mindig a startup közösségből vagy a startup világban ún. ökoszisztémának hívott piaci értékláncból fejlődik. Ezt olyan módon teszi, hogy tudását, tapasztalatait megosztja a közösség egyéb szereplőivel. Az ökoszisztéma főbb tudásmegosztó halmazai a következők: közösségi események, konferenciák, közösségi irodatermek (coworking), inkubátor és akcelerátor programok, blogok és közösségi médiumok, kockázati tőkepiaci szereplők (pl. üzleti angyalok, tőkealapok) (<https://prezi.com/iaoy34tblgwf/2012-startup-terkepe/>)

*Ries* (2011) szerint a startup olyan vállalkozás, amelynek célja új termék vagy szolgáltatás létrehozása szélsőségesen bizonytalan feltételek között. *Ries* nevéhez fűződik a *lean* szemlélet alkalmazása a startupokra, s az alábbi öt alapelvet határozza meg:

- **Innovatív vállalkozók mindenhol léteznek.**

- **A vállalkozás a menedzsment egy típusa.** A startup lényegében nem csak egy termék, hanem egy intézmény, ezért ennek a vezetése olyan menedzsmentet igényel, amely igazodik a szélsőségesen bizonytalan feltételekhez.

- **Igazolt tapasztalat.** A startup létrehozásának a célja a fogyasztói igények kielégítése és a profit maximalizálása mellett a tapasztalatszerzés arról, hogy miként lehet elindítani és életben tartani egy fenntartható vállalkozást.

- **Alkotás – mérés – tapasztalás** tevékenységi körforgás jellemző a startupokra. Tehát ötlet alapján termék megalkotása, majd a fogyasztók reakcióinak a mérése, végül pedig a tapasztalatok alapján kell dönteni arról, hogy vajon szükség van-e beavatkozásra vagy vajon jó irányba halad.

- **Innovációs elszámolás**, vagyis kimondottan startupokra szabott elszámoltatási rendszer szükséges.

A Nemzeti Kutatási, Fejlesztési és Innovációs Hivatal (NKFIH) induló tudásintenzív vállalkozásként definiálja a startupot, amely gyors növekedést képes létrehozni kis tőke- és munkabefektetéssel (<http://kaleidoszkop.nih.gov.hu/>).

A startup paradigma meghatározásával kapcsolatban fontos piaci szempont az, hogy a startupok tipikusan kockázati tőkeprogramok segítségével végzik üzletfejlesztésüket. Ez minden esetben extra profit termelésének képességét feltételezi, azonban ennek megszerzése nem minden esetben piaci árbevételből történhet, hanem akár tőzsdei kibocsátás (*IPO*) révén elért exponenciális cégérték növekedés révén (*Twitter, Facebook*).

A világ nemzetközi startup központja és "bölcsője" az Egyesült Államokbeli Szilícium Völgyben van. Itt az 1960-as évek óta zajlik innováció, amely egyedi startup jellegét az 1990-es években nyerte el. A startup-okat megelőző szakaszban a Szilícium völgyi innovációs háttér

jobbára a hadiipari technológiai megrendelésekre épült. A startup fejlődés első igazi hulláma a "Dotcom Lufinak" nevezett és főleg internetes cégekre épülő piaci konjunktúrális időszak volt, majd második hulláma a 2005-ös években indult meg. 2005-től jöttek létre az első tipikus inkubátor cégek a Szilícium völgyben (pl. *YCombinator* és *TechStars*), amelyek elindították a főbb módszertani tudást. A Szilícium völgyben fejlődött ki legelőször a startup világ működését meghatározó ökoszisztéma, amelynek fő hajtóereje a néhány év alatt globális sikert felmutató cégek mintája (tipikus startup világsikerek például: *Google*, *Facebook*, *Groupon*, *Twitter*). Ezek a cégek minden esetben kockázati tőke segítségével jöttek létre. A kockázati tőkeipar a 2000-es évek elejétől kezdett el innovatív mikrovállalkozásokba fektetni és erre több szinten skálázott befektetési modell jött létre. Ennek induló szintje az ötletfázistól a cég alapításig tartó szint, amelyet *pre-seed* és *seed* fázisnak neveznek. Ez tipikusan 100-150 ezer dolláros befektetési szintet jelent. Ezt követi a "Level A, Level B" stb. szakasz, amelyben az életképes startup már akár több millió dollárt is kaphat a potens startup.

A „**startup leg-jei**” az alábbiak:

A fontosabb startup **központok** a **világban** (fontossági és fejlettségi sorrendben): San Francisco/Palo Alto (*Silicon Valley*), New York (*Silicon Alley*), London, Tel-Aviv, Berlin.

Legsikeresebb startup **program**: *YCombinator*, *500Startups*

Sikeres startup **városok**: San Francisco, Tel Aviv, Boston, Los Angeles, New York, London, Berlin, Párizs

Kelet Európában a legerősebb startup **ökoszisztéma**: Észtországban, Lengyelország, Magyarország

Legfontosabb startup **médiумok**: *Techcrunch*, *Mashable*, *VentureBeat*, *TNW*

Leghíresebb **befektető cégek**: Sequioa, Accel Partners, Andreessen Horowitz, Upfront Ventures, First Round Capital.

**Magyarországon az első startup verseny** 2008-ban a *Startup Underground* (SUU) volt, amelyet Berényi Konrád és Miskolczi Csaba alapított. A SUU 25 önkéntes felajánlásából jött létre és évente megrendezik, alapját egy startup verseny adja, ahol 8 percen belül startup-ok prezentálnak befektetői zsűri előtt. Az első vállalkozástani oktatást Záboji Péter hozta létre, aki 2009-ben kezdte el Magyarországon a *European Entrepreneurship Foundation* tevékenységét, amely jobbára közösségi események szervezését jelentette (pl. *First Monday*, *e-breakfast*). Az első igazi nemzetközi startup verseny 2012-ben volt, amikor Záboji Péter szervezésében a világhíres *Seedcamp* első (és azóta utolsó) startupversenyét megtartották Budapesten. 2012-ben tartotta első startupversenyét a Szilícium Völgy egyik magánegyeteme, a Singularity University Budapesten. 2011-ben indult el az *InsiderBlog*, amely a legfontosabb startup híreket közvetíti és iparági elemzéseket ad. Az első inkubációs programok is 2011-ben indultak a *Colabs startup* központ vezetésével (alapítók: Nagy Péter, Borbély Gábor, Bakó Zsolt) és a *Valley Connect* szervezésében (alapítók: Weiszbart Zsolt és Miskolczi Csaba).

2009-ben indult el az Európai Unió támogatásával a *Jeremie* tőkeprogram, amely célja innovatív vállalkozások tőketámogatása. Ez igazi lökést adott a startup világ fejlődésének és regionális szinten is jelentős sikert jelent. (Magyarországon kívül még Bulgáriában indulhatott hasonló tőkeprogram.) A *Jeremie* tőkeprogram sikere folytán 4 szakaszban indult el csaknem 28 tőketársaság, amelyek többsége a startup piac fejlődésére épít. A *Jeremie* tőkeprogram és az alulról jövő közösségi kezdeményezések révén 2012-re hazánkban a startup szféra sikeres és divatos gazdaságélénkítési programmá vált. A 2012-es ökoszisztéma állapotát a Startup Map 2012 tartalmazza, amelyet a közösség hozott létre. 2013-ban indult, a magyar startup vállalkozásoknak irányt mutató és számos tanácsot adó blog, a StartupDate. Dr. Kádas Péter sorozatvállalkozó, a később megalakult *Traction Tribe* akcelerátor vezetője alapította azzal a céllal, hogy a magyar vállalkozói réteg megismerje az amerikai sztenderdeket.

2013-ban az állami döntéshozók is fontosnak érezték e területnek a támogatását és meghirdették az **első, állami startup inkubációs programot**, a **Gazella pályázatot**. Ennek révén 2,1

milliárdos támogatással 4 inkubátor indulhatott volna el. Továbbá a Nemzetgazdasági Minisztérium (NGM) – a startup piac szereplőiből – életre hívta a "Budapest HUB" munkacsoportot, amelynek célja Budapest startup központtá fejlesztése 2020-ra. A Gazella pályázat 2014. év végéig nem indult el, a nyertes pályázókkal nem írtak alá szerződést. A "Budapest HUB" kezdeményezés 2014-től folytatás nélkül maradt annak ellenére, hogy számos részt vevő startup egyesület alapítását tervezte az eszmeiség folytatásául.

2013-ban négy új magvető tőkealap indult a *Jeremie* Európai Uniós program keretében. A magvető alapok befektetésenként 150 ezer eurós finanszírozást biztosíthatnának ötlet stádiumban lévő startup-oknak. A piac várta, hogy a magvető program stimulálja majd a hazai startup-ok fejlődését, azonban a piaci fejlődés elmaradt. A befektetést igénylő startup-ok sokszor a nemzetközi gyakorlatnak ellentmondó investíciós szisztémákkal szembesültek. (Például a befektető "elviszi" a cégük többségét.) Így 2014-re a hazai startup-ok továbbra is tőkehiányosak maradtak.

2013-ban indult el hazánkban a *Climate-KIC* Akcelerációs programja, amely az európai modell és hálózat részeként klímainnovációs startup-okat támogat. A programot Miskolczi Csaba szakember vezeti. 2013-tól az államilag támogatott *Design Terminal* számos közösségi, startup esemény helyszínéül szolgál és az egyik központi helyé nővi ki magát. A Nemzeti Innovációs Hivatal (NIH) számos startup programot indít és konferenciát szervez. 2014. évre a startup fejlődés fő irányát mégis inkább a privát közösségi események (pl. *Hackaton*) adják. Ezek egyik fő szervezője Turcsán Tamás Péter, aki a hazai startup közösség meghatározó közösségi arca és szószólója lesz. Az Európai Uniós források jobbra a KKV szegmenst támogatják, a startup-ok számára szűkös a támogatási forrás, az állami *Gazella* inkubátor program nem indult el. A startup fejlődés 2014-re lelassul, annak ellenére, hogy nemzetközileg továbbra divatos a startup világ fejlesztése.

2015-ben a startup világ aktivitása csökkent: míg 2012-2013-ban akár hetente start-up versenyek követték egymást, addig 2015-ben lényegében egyetlen neves közösségi verseny sem volt. A korábban a kormányzat által bejelentett startup programok nem valósultak meg (pl. *Gazella*) és a startup-ok ügyével foglalkozó Nemzeti Innovációs Hivatal (NIH) is megszűnt, pontosabban Nemzeti Kutatási, Fejlesztési és Innovációs Hivatal (NKFIH) néven új hivatal szerveződött. Utóbbi intézmény elsősorban az innovációs, valamint a kutatás-fejlesztési célokat kívánja fejleszteni, a startup világgal kevésbé foglalkozik. Az NKFIH-t Dr. Pálinkás József professzor vezeti, aki korábban a Magyar Tudományos Akadémia elnöke is volt. Az új hivatalban a régi NIH-ből csupán az egykori elnök, Spaller Endre maradt meg, a korábbi vezetők és sikertelen *Gazella* program kitalálói az egyetemi szférába távoztak. 2015 nyarán meghalt Zábóji Péter, aki a hazai startup közösség fő motorja és ösztönzője volt. Ezzel lezárul a startup fejlődés első hazai szakasza.

## **2. szakasz: 2015. július**

2015 őszén – csaknem egyéves szünet után – új startup versenyek és közösségi programok indulnak, immár új piaci szereplőkkel. Ezt az *InsiderBlog New Age*-nek nevezi és cikksorozatot jelentett meg az új szereplőkről: a *Get in the Ring* nemzetközi versenyt szervező *Enterprise Hungary* az egyik új szereplő, illetve elindul a NKFIH által támogatott *Startup Campus* program. A régi szereplők közül a *Design Terminal* megmarad és elindítja széles körű inkubációs programját. Turcsán Tamás Péter folytatja a *Hackaton-in-the-box* eseményeit. Miskolczi Csaba a *Startup Campus* egyik ötletgazdája, majd inkubátora lesz. Pálinkás József, NKFIH elnöke új startup programot jelent be, amely év végén indulhat és 6,5 milliárdos, pályázati támogatást irányoz elő regionális inkubátorok indulására és működésére. Az EU forrású pályázat mellett a *Gazella program* végleg sikertelenségbe fullad: 2015. év végén 16 startup vár befektetésre a programból, de év végéig nem kapják meg a támogatást. Évvégén lejár a program, a pénzüik valószínűleg bennragad. A 2014-2020 támogatási időszakban nem

hirdetnek meg új Jeremie Programot, helyette az innovációs támogatások lehetnek alkalmasak a startup fejlesztésre.

- A legsikeresebb magyar startupok: Prezi.com, LogMeIn, Ustream, NNG.

- Meghatározó startup személyiségek (történetileg és abc-sorrendben): Anka Márton (LogMeIn), Árvai Péter (Prezi.com), Bakó Zsolt (Colabs), Borbély Gábor (Colabs), Fehér Gyula (Ustream), Halacsy Péter (Prezi.com), Hild Imre (Global Platforms, iCatapult), Miskolczi Csaba (SUU és InsiderBlog), Dr. Kádas Péter (Startupdate, Traction Tribe), Somlai Fischer Ádám (Prezi.com), Valner Szabolcs (Digital Factory), Záboji Péter (EEF).

- A legfontosabb startup médiumok: Startupdate, Startupcafé, DigitalHungary, Insiderblog, The Pitch, Startupper.hu.

- A leghíresebb magyar kockázati tőketársaságok: Portfolion, OTP DayOne, DBH Investment, Primus Capital, Central Fund, Bonitás, Euroventures, 3TS Capital.

Ha startup vállalkozás indításába kezdünk, akkor a következő lista segítséget nyújt egy befektetővel/kockázati tőkessel való tárgyaláshoz a meggyőzés érdekében:

- Az ötlet/vállalkozás bemutatása.

- A probléma/lehetőség felvázolása (*Problem/Opportunity*): A startup cég mire ad megoldást, vagy milyen lehetőséget nyújt?

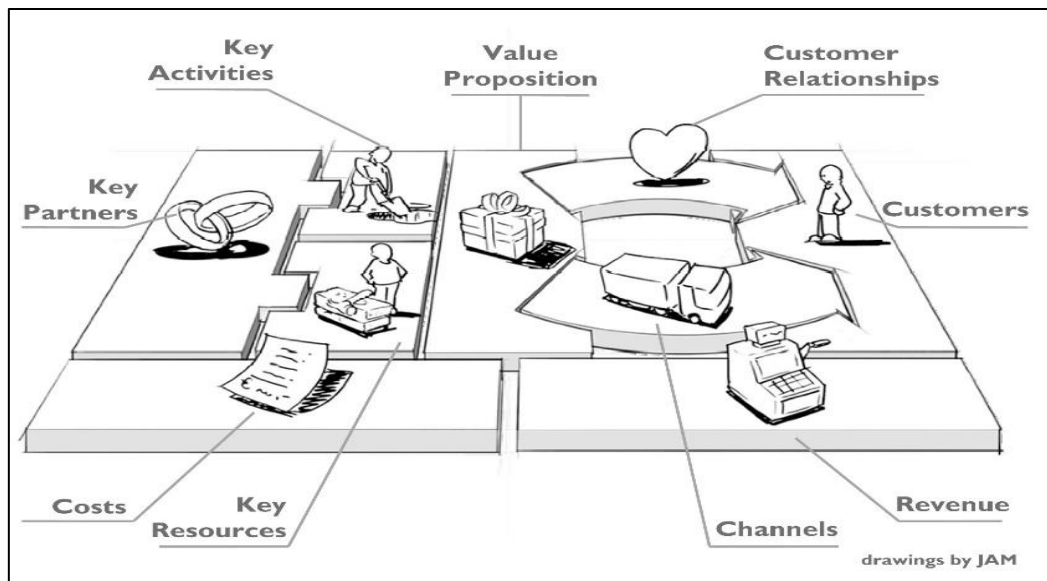
- Megoldás (*Solution*).

- A piac mérete/nyújtott előnyök, hasznok (*Market Size/Benefit*): Konkurencia- és piacelemzés, akár különböző weboldalak statisztikáját, felmérését használva.

- Üzleti Modell (*Business Model*): Ha van egy kiváló ötletünk, akkor készítsünk egy üzleti modellt.

Az üzleti modellt egy olyan **koncepcionális eszköznek** kell tekinteni, amelynek az a **célja**, hogy rendszerezetten bemutassa egy adott **vállalkozás stratégiájának, üzleti logikájának, értékteremtésének** elemeit, és az azok között **fennálló kapcsolatokat**, viszonyokat. A stratégiai menedzsment többféle üzleti modellt alkalmaz a stratégiakialakítások során. Ezek közül újszerű, és ezért kiemelkedő az Osterwalder – Pigneur – Smith (2010) által megalkotott Canvas modell (**2-5. ábra**), amely egyszerűségénél és vizualitásánál fogva rendkívül sokrétűen használható bármilyen tevékenységű és méretű cég esetén. A modell különösen alkalmas az aktuális helyzet bemutatására és különböző hipotézisek tesztelésére is, mivel segítségével egy papírlapon gyorsan és szemléletesen összefoglalható az adott cég tevékenysége, kapcsolatrendszere, tehát mindaz az érték és értékalkotási folyamat, amely a vevők számára fontos, és így a cég számára meghatározó akár meglévő, akár kialakítandó stratégiáról van szó. A **kilenc terület** egymáshoz való viszonyát a **2-5. ábra** szemlélteti, amely blokkokba rendezi és megjeleníti a főbb kapcsolatokat. A kiindulópont a jobb oldali terület, amelynek a vevő számára közvetített érték (*value proposition*) adja az alapját. Ezt az értéket kell a kialakított csatornákon eljuttatni a főbb vevőkhöz vagy vevőcsoportokhoz (*customers*) annak érdekében, hogy általuk bevételi forrásokhoz (*revenue streams*) jussanak általuk. Az érték létrehozásához szükséges kulcsfontosságú erőforrások (*key resources*) és tevékenységek (*key activities*) képezik a másik, bal oldali blokkot, melynek részei azok a partnerek is, akik ebben tevékenyen közreműködnek vagy segítenek (*key partners*). Ennek a megvalósítása természetesen pénzbe kerül (*costs*), amely a bal oldali blokk alján megjelenik.

## 2-5. ábra: A Canvas modell kapcsolatrendszere



Forrás:

<https://sites.google.com/site/moocmodulesnils/marketing/the-business-model-canvas>

A Canvas modell fő területeinek definíciója az alábbi:

*Value proposition:* Az az (egyedi) érték, versenyelőny, amelyet a vállalkozás (tevékenysége alapján) nyújtani tud a vevőinek.

*Customer segments:* A vállalkozás vevői vagy vevőcsoportjai, szegmensei.

*Channels:* Azoknak a csatornáknak, értékesítési módozatoknak a meghatározása, amelyeken keresztül a vállalkozás az általa termelt értéket eljuttatja a vevőihez, azaz az ellátási lánc fogyasztók felé eső része.

*Customer relationships:* Az előzőekben meghatározott fogyasztói szegmensekhez kiépített kapcsolat, a megtartásuk érdekében tett lépések definiálása.

*Revenue streams:* A vevők által megfizetett érték, más szóval a bevételi források (tételes) felsorolása, azok egymáshoz viszonyított aránya, súlya. Ennek vizsgálatával azt tudjuk meghatározni, hogy valamely bevételi forrás kiesése milyen helyzetbe hozná a vállalat profitabilitását.

*Key activities:* A fontosabb értékteremtő folyamatok. A porteri értéklánc koncepció szerint elsődleges és másodlagos értékteremtő folyamatokat különböztetünk meg, de itt ezek közül a versenyelőny megszerzésének és a fogyasztói érték létrehozásának szempontjából leginkább meghatározó tényezőket kell és célszerű kiemelni.

*Key resources:* A vállalkozásnak azok a fizikai, pénzügyi és immateriális erőforrásai, amelyekkel az értéket hozza létre, és amellyel a versenyelőnyét biztosítja.

*Key partners:* Az értékteremtés szempontjából kulcsfontosságú partnerek, ide értve a beszállítókat is.

*Cost drivers:* A vállalkozás tulajdoni érték teremtése érdekében felmerülő költségei, ráfordításai, illetve a költségviselők. A csoportosítás többféle szempont szerint elvégezhető (pl.

fix és változó költségek, jellemző költséghelyek és költségnemek, stb.) A vállalkozás költségszerkezetének ismerete a költséghatékonyság javításának szempontjából is indokolt/hasznos lehet.

- Versenyelőny (*Competitive Advantage*): Mi az, amivel többet tudunk nyújtani a konkurenciánál, vagy azt másképpen csinálni.
- Csapat/Új munkatársak (*Team/Hires*): Ki kell a csapatba, aki akár, mint cégalapító is részt vesz a startupban. Egyedül nehéz felhúzni egy nagy startupot, szükség van kompetens társakra.
- A piacra lépési stratégia (*Traction*): Az üzleti modellben említett marketing stratégiát kell részletezni.

A vállalkozás sikeres beindítása után a felfutás és a megerősödés szakaszába kerül(het).

### 3. A VÁLLALATI NÖVEKEDÉS PÉNZÜGYEI

Napjainkban a növekedés vállalatpolitikai jelentősége még inkább kritikus megvilágításba kerül.

Mindvégig azt feltételezzük, hogy a vizsgált vállalkozások **stratégiai célkitűzése a tulajdonosi érték növelése**, mert így egyrészt az üzleti partnerek (*stakeholder*-ek) pénzügyi igénye is biztosított (a tulajdonosok a „reziduális”, adózott eredményből részesednek), másrészt pedig a piaci helyzeten alapuló üzleti stratégiákból származó értékteremtők (*value drivers*) segítik behatárolni a cégek működési perspektíváit. Ha az adott cég életének a **növekedési** szakaszában van, akkor az erő helyzetéből cselekszik, a támadásait lendületben kell(ene) tartani a **képességei** ismeretében. Mindez arra sarkall bennünket, hogy ne csak a növekedési perspektívákat, hanem lehetséges **növekedési utakat** is mérlegeljünk **piaci és pénzügyi szempontból** egyaránt. Itt hangsúlyozzuk azt, hogy nem a statisztikai eszköztárat alkalmazzuk, számos feltevés megadásával, prognózis készítésére, hanem a **pénzügyi elemző munka** alapján és **piaci-pénzügyi-számviteli tényadatok** birtokában próbálunk támpontokat adni, valamint a vállalati növekedés megvalósításáról jóval árnyaltabb és választékosabb képet nyújtani az üzleti gyakorlat számára.

Ha az adott cég életének a **növekedési** szakaszában van, akkor az erő helyzetéből cselekszik, a támadásait lendületben kell(ene) tartani a **képességei** ismeretében. Mindez arra sarkall bennünket, hogy ne csak a növekedési perspektívákat, hanem lehetséges **növekedési utakat** is mérlegeljünk **piaci és pénzügyi szempontból** egyaránt. Itt hangsúlyozzuk azt, hogy nem a statisztikai eszköztárat alkalmazzuk, számos feltevés megadásával, prognózis készítésére, hanem a **pénzügyi elemző munka** alapján és **piaci-pénzügyi-számviteli tényadatok** birtokában próbálunk támpontokat adni, valamint a vállalati növekedés megvalósításáról jóval árnyaltabb és választékosabb képet nyújtani az üzleti gyakorlat számára.

A növekedés fogalma napjainkban nemcsak a szakirodalomban, hanem a gazdasági gyakorlatban is különös hangzást kap. Sok társaságnál a növekedés egy bűvös képlet lett. A menedzsment annyira ragaszkodik minden évben, minden negyedévben és minden hónapban az értékesítési árbevétel növekedési rátájának fokozására, hogy elfelejti, **nem az értékesítési árbevétel növekedése az egyetlen és utolsó cél, hanem eszköze a vállalat hosszú távú jövedelmezőségi célkitűzésének megvalósításához és ezzel egzisztenciájának biztosításához**. A gyakorlatban a „növekedés” fogalma alatt többnyire a vállalati nagyság növekedését értik, miközben a **vállalati nagyság mérése nem egyértelműen definiált**. A vállalati nagyságot **részben kvalitatív, túlnyomórészt inkább kvantitatív módon mérik**. Az utóbbi esetben a vállalati nagyságot a termelési tényezők mennyiségének, a termelési tényezők értékének, a tőkebevonás, a teljesítmény, stb. mércéjeként tekintjük. Az éves beszámolóval összefüggésben a vállalati nagyság méréséhez a kritériumot például az értékesítési árbevétel, a befektetett eszközök, a mérleg főösszeg, a mérleg szerinti eredmény vagy az osztalék nagysága jelenti. **Csupán az értékesítési árbevétel növelésére történő koncentráció veszélyes lenne, mivel az „csak” a siker, a nyereség elérésének eszköze. Az értékesítési árbevétel növekedése a nyereség számára egy előfeltevés, de az értékesítési árbevétel jelentős mértékű növekedési rátája nem jelent szükségszerűen magas nyereséget is**. Gyakran találkozunk azzal az esettel, hogy jelentős forgalom növekedést nem kíséri a jövedelmezőségi ráta magas értéke. (Tipikus eset az, amikor a forgalom emelkedésével relatíve magas értékesítési költség vagy pedig áresés párosul.) Tapasztalatok szerint egy erős expanziós fázist relatíve csekély jövedelmezőség követ, s a behatolás fázisa – behatolás új piacokra, belépés új technikába, stb. – után egy konszolidációs fázis következik, amikor is az expanziós szakasz alatt képződött „túlburjánzásokat” – a szervezetben, a hivatali pozíciók betöltésében – eltávolítják, ezáltal javulás következik be a jövedelmezőségben (Agthe 1972, 165). Tehát **nincsen szükségszerű összefüggés a forgalom és a jövedelmezőség növekedése között. Egy**



**üzleti vállalkozás növekedésének megítéléséhez a jövedelmezőség alakulásának elemzését is be kell vonni.**

**A növekedés több mint csupán expanzió. A növekedés sokszor a vállalat relatív helyzetének javulását jelenti a részpiacon vagy az összes piacon.** Ebből az következik, hogy egy üzleti vállalkozást csak akkor mondhatunk növekvő társaságnak, ha a növekedése az üzletági átlagot meghaladja. Az értékesítési árbevételre vonatkoztatva ez azt jelenti, hogy ha például az adott üzletág éves forgalmának növekedési rátája 8-10% között van, akkor a vállalkozás növekedési rátájának ezt az értéket meg kell haladni, mivel csak így javulhat relatív helyzete az adott üzletágon belül és érhet el növekvő piaci részesedést. A növekedésnek ez a relatív szemlélete azon a tényen alapul, hogy **a vállalkozások üzleti volumenük abszolút növekedése ellenére piaci helyzetüket tekintve visszaeshetnek akkor, ha azok nem tartanak lépést az üzletág növekedésével.**

**Az értékesítési árbevétel és a jövedelmezőség növekedése egy vállalkozás növekedésének kifejeződése, de nem jelent önmagában tekintett növekedést.** Ez éppen olyan, mint egy ember testmagasságának mértéke, ami a növekedési folyamat külső megjelenése, s ami az emberi szervezetben, a "belül" zajló növekedési folyamat következménye. Így **az üzleti szervezet esetében annak külsőleg felismerhető expanziója is a szervezeten belül folyó növekedési folyamat következménye.** Ez a növekedési folyamat folytonos események láncolata, még akkor is, ha bizonyos mennyiség vagy mutatószám nem jelent „kívülről” növekedést. Ez a folyamat egyszer véget ér, mert a gazdálkodó szervezetet hanyatlás és bukás fenyeget. Éppen úgy, mint az embereknél, a vállalkozások is csak addig léteznek, amíg a képességük és erejük fokozódik. A vállalkozások hosszú távú egzisztenciájának biztosítása – ami a vállalati stratégia legfőbb célkitűzése – megköveteli a növekedést. Mit jelent ez valójában? – **A gazdasági társaságok esetében állandó alkalmazkodási és átalakulási-átalakítási folyamatok zajlanak mind a működési/termelési programban, mind pedig a működési/termelési folyamatban, amely a növekedésüket és ezáltal fennmaradásukat biztosítja.** Ebből eredően a növekedés nem csupán expanzió, hanem sokszor szervezeti átalakulás is, és átalakulás a működési/termelési programban, a teljesítményben és azokon a piacokon, amelyeket a cég kiszolgál. **A gazdálkodó szervezet erőssége ezért lényegében a változásokhoz alkalmazkodó, a változásokra reagáló egyfajta készenlétből ered, s nem csupán az üzleti vállalkozás növekedéséből származik.** Nagy tévedés lenne egy cég nagysága és erőssége közé egyenlőségjelet tenni! Végül is a **vállalati növekedés stratégiája a "változás stratégiája"**.

### *3.1. A növekedési stratégiák: a vállalati növekedés belső és a külső módozata*

A **3-1. táblázat** szemlélteti a **belső és a külső vállalati növekedés lehetséges irányait.** A **horizontális** növekedés kapacitásbővítéssel, forgalomnövekedéssel, de akár hasonló termékválaszték kiterjesztésével történik hagyományos, „megszokott, megdolgozott” piaci területeken, amit ún. **irány szerint indifferens növekedésnek** is tekinthetünk. (Ez is alátámasztja azt a kijelentést, hogy a növekedés egyik iránya az értékesítési expanzió.) A **vertikális** növekedésnél egyre jobban **kiterjesztjük a termék előállítás lépcsőit** a beszállítástól kezdve vevőhöz történő eljuttatással bezárólag („előre” és/vagy „hátrafelé” integráció). A **diagonális/laterális** növekedést a vállalkozás **új termékkel, új piacokon** próbálja megvalósítani, ami szerkezetváltozásokkal jár. Tehát a növekedési irányok között a szerint tehetünk különbséget, hogy az **ellátási lánc melyik részét és hogyan** vonják be. Az 1. táblázatban a külső növekedési módon belül a zárójelben megjelenített értékek a magyar TOP 100 listába tartozó cégek 2007. 01. 01. és 2013. 12. 31. közötti időszakra vonatkozó, a Cégekülönyvben megjelent és jóváhagyott tranzakciók számait mutatja.

**3-1. táblázat: A belső és a külső vállalati növekedés lehetséges útjai**

Irány Mód	Horizontális	Vertikális	Laterális/Konglomerátum
<b>Belső</b>	Értékesítési expanzió azonos vagy hasonló termékkel	Funkcióbővítés	Diverzifikáció
<b>A BELSŐ FINANSZÍROZÁSI ERŐ PRIMÁTUSA</b>			
<b>Külső</b>	Azonos vállalat megszerzése (17)	Integráció (4)	Konzern (14)
<b>A BELSŐ FINANSZÍROZÁSI ERŐ ÉS A KÜLSŐ FORRÁSSZERZÉSI KAPACITÁS MEGFELELŐ KOMBINÁCIÓJA</b>			

*Forrás: Katits – Kucséber – Szalka, 2013, módosítva.*

A **belső növekedést** a vállalkozás **saját erejéből és a saját ellátási lánc segítségével**, vagyis **képességei** által és finanszírozási tartalékaiból valósítja meg. Úgy is fogalmazhatnánk, hogy a belső növekedés **kizárja egy másik vállalkozás akár egészének, akár részeinek megszerzését**, de **nem zárja ki a termelési kapacitásainak bővítését akár új kapacitások kiépítésével is**, amelyet **terjeszkedéssel és új cégek alapításával** is megvalósíthat. Ez a vállalati növekedési mód nem jelent komplikált választást, de egyúttal megköveteli a vállalati vagyon lehetőleg legjobb hasznosítását. A gazdálkodó szervezetnek nem kell megküzdeni külső integrációs folyamatokból eredő nehézségekkel, így a szervezeti kultúra és az informális csatornák érintetlenül maradnak. Itt azonban mindenképpen meg kell jegyeznünk azt, hogy az **attraktív növekedési lehetőségek** kihasználásához **nem áll rendelkezésre az ÉPPEN AKKOR szükséges tartalék, a kompetencia és a technológia**. Ezeknek a kiépítése tetemesen hosszú (tervezési, beszerzési, előállítási) **időt és magas befektetést igényel**, amelynek eredménye egyrészt **új és vállalat-specifikus teljesítménypotenciál fel- és kiépítése**, másrészt pedig az egyre **emelkedő üzleti kockázat** a magas finanszírozási tartalékok és a tetemes kompetenciák előfeltételezése miatt.

A **külső vállalati növekedés** a vállalkozás **saját ellátási láncán kívül történő növekedés, amelyet nem kizárólag a saját képességei által és finanszírozási tartalékaiból** valósít meg. Úgy is fogalmazhatnánk, hogy a külső növekedés **egy másik vállalkozás akár egészének, akár részeinek megszerzésével** történik. Ez a vállalati növekedési mód komplikált választást jelent. A gazdálkodó szervezetnek meg kell megküzdeni külső integrációs folyamatokból eredő nehézségekkel, így jelentősen megváltozhat a szervezeti kultúra és az informális csatornák száma, valamint jellege. A külső vállalati növekedés nagy előnye a **nagy sebesség, a gyorsaság és a rugalmasság** abban a tekintetben, hogy az adott cég egy másik cég megszerzésével új üzleti területen tudja pozícióját kiépíteni. Egy meglévő és jól bejáratódott üzlet megszerzése **csekélyebb üzleti kockázattal** jár, mint a hosszadalmas saját fejlesztés. Az értékesítést fokozó és a költségoldalon felmerülő **szinergia hatások** is a külső növekedési út választását támogatják.

Az évről-évre fenntartható profitabilis belső vállalati növekedés esetén **fontosabb a jövőbeni tiszta hozamok elérését biztosítani, mint a jelenben lehetséges legmagasabb megtérülést, s ezáltal a maximális osztalékot kifizetni**. Úgy véljük, hogy a **3-1. táblázatban** közölt piac irányában történő mérlegeléseket a **belső finanszírozási erő** (3.9. fejezet) alábbi **összetevőinek kalkulálásával** együtt érdemes megtenni:

- 1. A működésből származó szabadon felhasználható pénzáram nagysága** legfőképpen direkt módon történő meghatározással.

2. A materiális és immateriális vagyonban, valamint a pénzügyi eszközökben **lekötött tőke kivonásából** és a termelési tényezők felhasználásának **racionalizálásából eredő pénzáramok nagysága.**
- 1.-2. tényező meghatározza vállalkozásunk **belső finanszírozási kapacitását.**
3. Az **értékesítési árbevétel belső növekedési rátája** (Babcock 1970), amelyet **kizárólag visszatartott profitból** (mérleg szerinti eredményből) finanszírozhatunk.
4. Az **önfinanszírozható növekedés rátája** (Vishwanath 2007, 275-276. alapján), amelyet a vállalkozás **kizárólag az operatív módon kigazdálkodott forrásokkal – külső finanszírozás és tőkekivonás nélkül – érhet el.**
5. A **jövedelmezőségi mix** értékelése, különös tekintettel a (működési, nettó és tiszta) jövedelmezőségi szintekre.
6. A **vállalati kockázati mix** értékelése.

A külső vállalati növekedés esetében hangsúlyozzuk az említett **belső finanszírozási erő összetevőinek kalkulálásán kívül** az ún. **külső forrásszerzési kapacitás** alábbi **2 alkotórészének** (Schäfer 2013, Katits – Kucséber – Szalka 2013) számszerűsítését is:

7. A **tulajdonosi tőkeszerzés kapacitásának** nagyságát meghatározza a különböző időpontokban (maximálisan) bevonható saját tőke nagysága, amelyet nemcsak a tőkeemelés összege, hanem – szűkítve a részvénytársaságokra – a kibocsátott részvények értékesítési ára, illetve vételi árfolyama is meghatároz. A saját tőke növelésének megkülönböztetjük két formáját. Az egyik az, amikor a társaság az osztalékfizetés után megmaradt profittal növeli saját tőkéjét. Tehát belülről növeli részvénytőkéjét (**intern részvénytőke növelés = zárt rt.**)<sup>2</sup>. A másik az, amikor nyilvános részvénykibocsátással (engedélyeztetés, meghirdetés, forgalomba hozatal, jegyzés) emeli tőkéjét (**extern részvénytőke növelés = nyílt rt.**)<sup>3</sup>. A magyar TOP 100 cégeit tekintve, 2007-2013 közötti időszakban, 44 alkalommal történt saját tőkét érintő változás, ebből 27 esetben történt jegyzett tőke-emelés.
8. Az **adósságkapacitás** a vállalkozások, a pénzügyintézetek, a formális és az informális befektetők által folyósított idegen tőkének az a nagysága, amely a **tulajdonosi tőke értékének maximalizálása szempontjából optimális**. Az idegen tőkének nem arról a nagyságáról van szó, amennyit az üzleti vállalkozás fel tudna használni, hanem arról van szó, amennyit célszerű felhasználni. Itt meg kell említenünk azt, hogy az idegen tőke bevonása **multiplikátor**, vagy más szóval **emelőerő (leverage) hatást** eredményez a tulajdonosok hozamában, de azt sem hagyjuk említés nélkül, hogy fokozza a vállalkozásunk **finanszírozási és csődveszély kockázatát**. Ezen kívül az átmeneti tőkehiány csaknem egyedüli eszköze az ideiglenes tőkefelvétel, mivel a cég belső finanszírozási forrásainak felhalmozódása időben lassúbb tempójú a tőkeigény keletkezési üteméhez képest.

Lényegében a megfelelő belső finanszírozási erő és a külső forrásszerzési kapacitás megtalálása, illetve elérése az említett 8 tényező mixtúrája legyen, de **a tényezők relatív súlya eltérő a különböző vállalati életszakaszokban.**

<sup>2</sup> Az intern részvénytőke növelését a társaság mérlegében a saját tőke osztalékfizetéssel csökkentett adózott eredményének növekedése, illetve hosszabb távon az eredménytartalék értékének növekedése jelzi.

<sup>3</sup> Az extern részvénytőke növelését a társaság mérlegében a jegyzett tőke és a tőketartalék növekedése jelzi.

### 3.2. A vállalati növekedés útjai

Alig van olyan fogalom a nemzetgazdaságban, a politikában és a tudományban, amely olyan jelentőséggel bírna, mint a növekedés. A szakirodalomban sok szerző tesz említést a növekedésről, de szinte mindenki másképpen. Ennek legfőbb okát abban látjuk, hogy a növekedésnek egyaránt létezik kvantitatív és kvalitatív változata.

A **kvantitatív növekedés** alatt a **gazdasági teljesítmény változását** értjük, ami az előállított termékek és/vagy a nyújtott szolgáltatások pozitív változása, és amelyet a vállalati **materiális és immateriális vagyonváltozás mérésével** igazolhatunk.

Az elmúlt években több magyar vállalati esetet<sup>3</sup> és adatbázist<sup>4</sup> elemeztünk, amelynek alapján azt állítjuk, hogy a KVANTITATÍV növekedést a vállalkozások az alábbi 4 úton érhetik el:

ad1. **Forgalomnövelés** – a vállalkozás képes több munkavállalót alkalmazni és több terméket gyártani. Ehhez több befektetés, amelyhez több finanszírozási forrás szükséges, így a mérlegfőösszeget emeli a vagyoni helyzet erősítése reményében. Itt azt várjuk el, hogy a (működési, nettó és tiszta) nyereségszintekben<sup>5</sup> is növekedés legyen. Például akkor, ha a versenytársak ugyanazt a terméket nagyobb termelési volumenben és így fajlagos változó költségeit alacsonyabb szinten tartva, vagyis magas fedezettel, és így nyereségesen állítja elő. Hasonlóképpen a teljes értékesítési volumenből kevesebb termék eladása szükséges a működési veszteség elkerüléséhez (a fedezeti pont balra és lejjebb tolódik, azaz alacsonyabb értékesítési volumen és árbevétel szükséges a veszteségmentes működéshez), ami növeli a biztonsági koefficiens nagyságát (Katits 2007). Tehát ez alapján arra a következtetésre jutunk, hogy vállalkozásunk hátrányba kerül a versenytársakkal szemben a csekélyebb vállalati méret/nagyság miatt. A **3-2. ábra** a TOP 100 ágazatainak forgalomváltozásait szemlélteti 2007 és 2013 között. E szerint 2007. évhez képest kizárólag az energetikai, a gyógyszeripari, a gépgyártó, járműipar, kis- és nagykereskedelem ágazatban nem történt forgalom visszaesés. Egyedül az elektronikai ágazatba tartozó legnagyobb cégek forgalma esett vissza a 2007. évi szintre, ami valószínűsíthetően az értékesítés/szolgáltatásnyújtás csökkenését is jelentette ([kgk.sze.hu/images/dokumentumok/kautzkiadvany2013/valtozas/szalka\\_koltai\\_katits.pdf](http://kgk.sze.hu/images/dokumentumok/kautzkiadvany2013/valtozas/szalka_koltai_katits.pdf)).

ad2. (Működési, nettó és tiszta) **Jövedelmezőség**<sup>6</sup> **növelése** – a vállalati vagyonkomponensek hozamerejének növelése a kulcsvevőkre és az alacsony fedezetű termékekre fókuszálva. Megkeresni a „fedezetfogyasztás” okait az értéklánc optimalizálásával, a nem hatékony tényezők kiiktatásával és az innováció előtérbe állításával. Ennél a növekedési útnál nyilvánvalóan az alkalmazottak egyetértésére és készséges hozzáállására is szükség van. Tehát a vállalkozásunknak előnye származik akkor, ha termékei költségracionalizálási lehetőségeit gyorsan meg tudja valósítani, amely viszont a jövedelmezőséggel párhuzamosa a gazdaságos működést is lehetővé teszi. A **3-2. táblázat** 1., 2. és 3. sora tartalmazza a TOP 100 3 legnagyobb ágazati (működési, nettó és tiszta) jövedelmezőségi szintjeit a 2008-2012 időszakra.

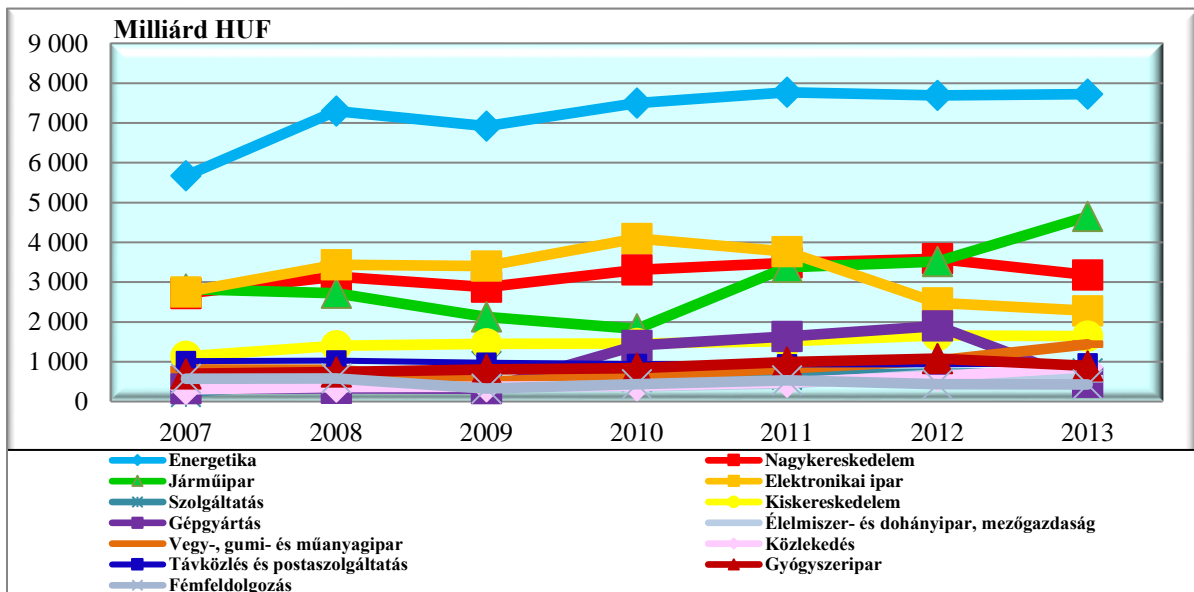
<sup>3</sup> Abo Mill Zrt., Albacomp Zrt., Barnevál Kft., Cerbona Zrt., Cornexi Zrt., E-Star Nyrt., Herz Zrt., Vectigalis Zrt.

<sup>4</sup> A csőd- és felszámolási eljárás alatt álló, 90 magyar termelő-kereskedő társaság esete. A nettó értékesítési árbevétel alapján a top 5 000 vállalkozás és a KKV-szektorba tartozó legnagyobb 2 775 vállalkozás mérleg és eredménykimutatás tételei.

<sup>5</sup> Működési nyereségszint: üzemi (üzleti) tevékenység eredménye; Nettó nyereségszint: adózott eredmény; Tiszta nyereségszint: osztalékfizetés után megmaradt adózott eredmény.

<sup>6</sup> Működési jövedelmezőség: az üzemi (üzleti) tevékenység eredménye és az értékesítés nettó árbevételének aránya; Nettó jövedelmezőség: az adózott eredmény és az értékesítés nettó árbevételének aránya; Tiszta jövedelmezőség: a mérleg szerinti eredmény és az adózott eredmény aránya.

**3-1. ábra: A magyar TOP 100 ágazatainak nettó értékesítési árbevételeinek alakulása 2007-2013 között**



Forrás: Katits – Szalka, 2015c.

**3-2. táblázat: A TOP100 3 ágazatába tartozó legnagyobb cégek jövedelmezőségi szintjeinek alakulása (százalékban)**

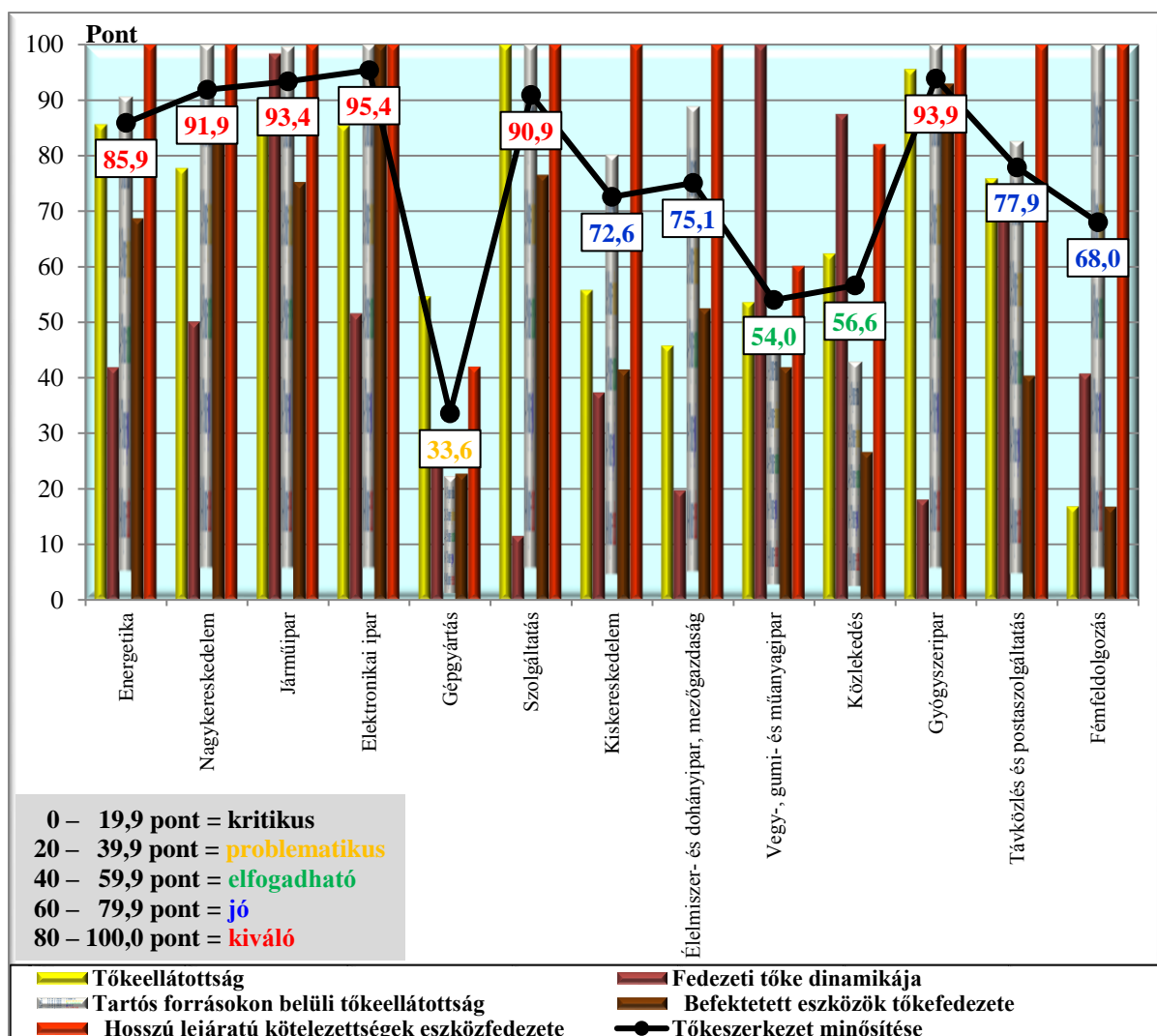
Megnevezés	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
<b>ENERGETIKA</b>						
1. Működési jövedelmezőség	3,9	5,1	5,2	4,2	5,1	2,9
2. Nettó jövedelmezőség	5,6	-0,3(!)	6,0	4,1	3,2	-0,9(!)
3. Profit visszatartási ráta	40,5	NO!	64,6	49,2	3,5	-234,1(!)
<b>A nettó értékesítési árbevétel növekedési rátája az eredménykimutatás szerint</b>	<b>21,3</b>	<b>5,3</b>	<b>-1,3(!)</b>	<b>4,1</b>	<b>6,0</b>	<b>-0,2(!)</b>
<b>NAGYKERESKEDELEM</b>						
1. Működési jövedelmezőség	1,8	2,2	4,2	2,2	0,3	1,6
2. Nettó jövedelmezőség	-7,0(!)	1,4	3,6	0,6	-0,3(!)	1,0
3. Profit visszatartási ráta	NO!	62,7	84,4	NO!	NO!	-5,6(!)
<b>A nettó értékesítési árbevétel növekedési rátája az eredménykimutatás szerint</b>	<b>70,1</b>	<b>-8,4(!)</b>	<b>23,1</b>	<b>9,0</b>	<b>-0,6(!)</b>	<b>-9,5(!)</b>
<b>JÁRMŰIPAR</b>						
1. Működési jövedelmezőség	4,8	4,6	7,9	8,4	4,0	4,0
2. Nettó jövedelmezőség	4,8	4,7	7,9	8,5	3,6	2,7
3. Profit visszatartási ráta	87,4	84,5	97,4	94,1	13,6	89,6
<b>A nettó értékesítési árbevétel növekedési rátája az eredménykimutatás szerint</b>	<b>-3,6(!)</b>	<b>-22,0(!)</b>	<b>-32,9(!)</b>	<b>29,5</b>	<b>10,2</b>	<b>12,1</b>

Forrás: Saját számításon alapuló szerkesztés

A működési és a nettó jövedelmezőség értékei a legtöbb ágazatban 5-10% között szóródnak, ami 90% körüli működési költséghányadra utal (vagyis a társasági adóalap csökkentése jelentős mértékű). A NO!-jelölésű veszteséges üzleti évek miatt önfinanszírozásra, de osztalékfizetésre sincsen mód, ennek ellenére a nagykereskedelmi és az energetikai ágazathoz tartozó néhány cég eredménytartalékból fizetett több milliárd HUF osztalékot.

ad3. (Belső és külső) **Finanszírozási forrásbevonás – kockázatcsökkentés** a vállalkozás biztonságos működésének emelésével, ami lehetséges a tőkeelátottság csökkentésével (az adózási szempontból is legkedvezőbb) finanszírozási források használatával. A vállalati kockázat mérséklésével csekélyebb lesz a projektekkel kapcsolatosan elvárt megtérülési ráta, amely a diszkontráta mérséklésével jár, s így egyúttal a várható osztalékfizetések jelenértékét emelni fogja, ami szintén kedvező hatás a jelenben hozott pénzügyi döntések és a tulajdonosi tőke értékmegőrzése, a *status quo* szempontjából. A **3-2. ábra** a 2013. üzleti évre vonatkozó tőkeszerkezet minősítésével azt vizsgáljuk, hogy vajon a saját tőke fedezi-e az összes működő tőke kockázatát, azaz vajon rendelkeznek-e a cégek elegendő saját tőkével, vajon javul-e a tőkeellátottságuk és vajon a hosszú lejáratú hitelek törlesztéséhez a szükséges forrásfedezet rendelkezésre áll. A saját tőke részarányának vizsgálata fontos lépés, mert a vállalkozások saját tőkéjének kellene fedeznie az összes működő tőke kockázatát. Itt azt vizsgáljuk, hogy vajon van-e a cégnek elegendő saját tőkéje, javul-e a tőkeellátottsága és a hosszú lejáratú hitelek törlesztésének van-e a megfelelő fedezete.

**3-2. ábra: A TOP100 tőkeszerkezetének minősítése 2013. évben**



*Forrás:* Katits – Szalka, 2015c.

Az energetika, nagykereskedelem, járműipar, elektronika, szolgáltatás, és a gyógyszeripar tőkeszerkezete kiválóan minősül. Ez annak ellenére van így, hogy a fedezeti tőke dinamikája, vagyis a kockázatviselő és az önfinanszírozó képesség alakulása kritikus a szolgáltatás és a

gyógyszeripar ágazatban. A közlekedés és a vegyipar tőkeszerkezeti minősítése elfogadható, bár vegyipar fedezeti tőke dinamikája kiváló, ellenben a többi mutatószám rontja a minősítést az elfogadható szintre. A gépgyártás ágazat tőkeszerkezete problematikus, mert kicsi a befektetett eszközök tőkefedezete és a tartós forrásokon belüli tőkeellátottság, vagyis az illeszkedési elv sérül. Jó minőségű a kiskereskedelem, élelmiszer-, dohányipar és mezőgazdaság, távközlés, valamint a fémfeldolgozás szektor.

ad4. **Hátszél** – „Meglovagolni a trendet.” A vállalkozás többé-kevésbé új irányba szeretné pozicionálni magát a környezeti és/vagy globális piaci trendek (még) jobb kihasználása érdekében, amelyhez egyrészt külső és belső partnerek támogatására, másrészt pedig nem egy alkalomra szóló pénzügyi forrás bevonására is szükség van. Ezt az utat a „nagyon mozgékony” start-up cégek, a változásokhoz alkalmazkodásra képes, rugalmas és tőkeerős szervezet választja.

Természetesen a közölt 4 növekedési utat lehet egymással is kombinálni. A példa kedvéért: egy vállalat(i rész) felvásárlásával (1. út) a szinergiák kihasználásával (2. út) a vállalkozásunk biztonságos működését növelhetjük (3. út), és egyúttal egy új üzleti/piaci területre is behatolhat (4. út). Bármelyik növekedési utat is választjuk, (pótló, bővítő, diverzifikációs és pénzügyi) befektetésekkel jár, amelyhez (külső és belső) tőkefinanszírozási forrásokat is be kell vonni. Nem lehet befektetni finanszírozási források ismerete és feltárása nélkül, de finanszírozási forrásokat úgy rendelkezésre bocsátani sem lehet, hogy nem értékeltük körültekintően a befektetési lehetőségeinket! Ez követelmény bármelyik növekedési úton!

A KVALITATÍV növekedési utakat a vállalati materiális és immateriális vagyonváltozás mellett szemléljük az alábbiak előtérbe állításával:

ad1. **Struktúrajavítás** – például szelektív értékesítési politikával. Elemezzük a vevői kör, a termékválaszték és az értékesítési csatornák szerint elért eredményeket annak érdekében, hogy vállalkozásunk erejét koncentrálhassa azokra a részpiacokra, ahol a jövőben legnagyobb előnye származik. Egyszerűen fogalmazva: a rossz üzletet cseréljük jó üzletre!

ad2. **Termékek/szolgáltatások egyértelmű profilozása és piacszegmentálása** (részpiacok és piaci rések szerint) – vagyis differenciáltabban kezelni a termékeket/szolgáltatásokat. Tehát koncentráljunk a teljesen világosan be(le)határolt vevői célcsoportok szükségletei még kedvezőbb módon történő kielégítésére! A vevői célcsoportok behatárolásához alternatíva az innováció tökéletesen új termék és komplex rendszerek alkotásával. Egyszerűen fogalmazva: A termék helyett rendszert kínálni!<sup>7</sup>

### *3.3. A vállalati növekedés külső módozatai életszakaszok szerint*

Lényegében a megfelelő belső finanszírozási erő és a külső forrásszerzési kapacitás megtalálása, illetve elérése az említett 8 tényező mixtúrája legyen, de **a tényezők relatív súlya eltérő a különböző vállalati életszakaszokban.** A **3-3. táblázat** felöleli a külső vállalati növekedés módozatában a lehetséges szervezeti formaváltásokat, szerkezeti átalakulásokat és néhány pénzügyi ismérvet az életszakaszok függvényében.

A **3-3. táblázat** szerint az üzleti stratégiák fontos, rendszeresen felmerülő része a cégalapítások és átalakulások, a szervezeti átstrukturálások (beolvadások és összevonások, szét- és különválások), a tőkekivonások és megszün(tet)ések. A **részesedés formái** esetében a **kooperáló cégek** megtartják **jogi és gazdasági önállóságukat**, míg **egyesülés és felvásárlás során elvesztik**, mégpedig saját választásuk következményeként. Fontos pénzügyi szempont az, hogy egyrészt a felvásárló cég **eszközzel vagy részesedéssel fizet**, másrészt pedig, hogy meddig és mit lehet **saját és idegen forrással finanszírozni**. Végül pedig a vállalati tranzakciók

<sup>7</sup>A KKV-szektorba tartozó cégek esetelemzéseiből vettük. Ezeket nem tudtuk kimutatni a top 100 elemzése során, de nem szerettük volna kihagyni, mivel a tulajdonosi érték – nyrt. esetében árfolyamérték – növeléséhez hozzájárulnak.

megvalósulhatnak a kiszemelt társaság **menedzsmentjének egyet értésével** (barátságosan) vagy **ellenkezésével** (ellenségesen).

### 3-3. táblázat: A külső vállalati növekedés rendszerezése az életszakaszok függvényében

Vállalati életszakaszok	Új alapítás és elindulás	Cégátalakulás	Reorganizáció	Értékesítés	Felszámolás
A részesedés formái	Kooperáció		Egyesülés (Merger)	Felvásárlás (Acquisition)	
A jogi/gazdasági önállóság bevonása	Nincsen részesedés a váll. tulajdonban	Minoritás	Paritás	Majoritás	Teljes megszerzés
Az ellátási lánc bevonásának hatálya és módja	Horizontális		Vertikális		Laterális/Konglomerát
Felvásárló fizetési módja	Asset Deal			Share Deal	
A finanszírozás formája	Saját finanszírozás			Idegen finanszírozás	
A céltársaság menedzsmentjének megítélése	Barátságos átvétel (Friendly Takeover)			Ellenséges átvétel (Hostile takeover)	

Forrás: Saját szerkesztés

#### 3.4. A vállalati növekedési potenciálok feltárása és kihasználása

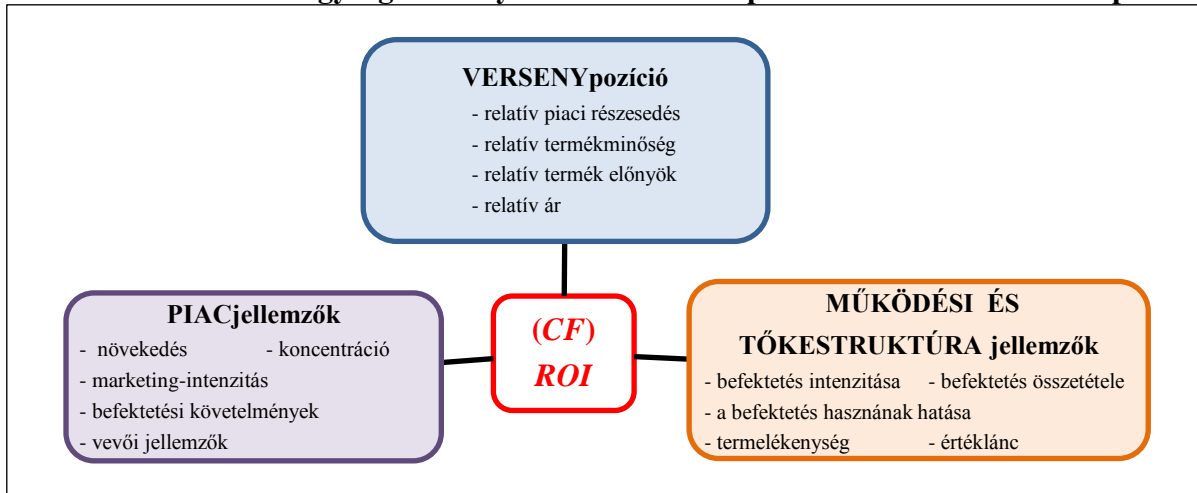
A tulajdonosi érték növelése szempontjából a vállalati vezetés a növekedési potenciálokat fel tudja tárni aszerint, hogy a vállalkozás működésében keletkező, alábbi tényezők milyen mértékben érvényesülhetnek és/vagy erősödhetnek meg:

- BEFEKTETÉS INTENZITÁSA = a befektetés értékteremtő tényező, amely a lekötött materiális és immateriális tőke, valamint a tartós forgótőke értékesítési árbevételre vetített nagysága.
- TERMELÉKENYSÉG = értékteremtés alkalmazottanként.
- HORIZONTÁLIS TERJESZKEDÉS, VERTIKÁLIS INTEGRÁCIÓ, LATERÁLIS FÚZIÓ = az értékteremtés és az értékesítési árbevétel aránya.
- RELATÍV PIACI RÉSZESEDÉS = saját piaci részesedés nagysága az üzletágban legnagyobb versenytársak piaci részesedéséhez viszonyítva.
- A FELTÉTELEZETT PIAC NÖVEKEDÉSI RÁTÁJA = a jelenlegi piaci volumenből egy stratégiaileg elérhető piaci potenciál eléréséhez szükséges növekedés.
- RELATÍV TERMÉKMINŐSÉG = a kiváló minőségű termékek forgalmi részesedéséből levonjuk a rossz minőségű termék árbevétel részesedését.
- INNOVÁCIÓS RÁTA = a piacon levő relatíve fiatal termékek árbevétel részesedése az üzletágban innovatívnak tekinthető termékek árbevétel részesedéséhez képest.
- VEVŐI PROFIL = azoknak a vásárlóknak a száma, akik a forgalom legnagyobb részét biztosítják.

A fenti felsorolásból jól látszik az, hogy a növekedési potenciálok felölelik a **piaci és a versenypozíció**, valamint a **működési (termelési és/vagy szolgáltatási) és tőkestruktúra jellemzőit**. Ezek behatárolják és meghatározzák a **növekedés pénzügyi hatásait**, amelyeket – többek között, de alapvetően – a **ROI (Return on Investments)**, a **ROA (Return on Assets)** és a **ROE (Return on Equity)** értékekkel tudunk számszerűsíteni (számviteli és pénzáram szemléletben egyaránt). Ezt az összefüggésrendszert a **3-3. ábra** szemlélteti.



**3-3. ábra: A ROI nagyságát befolyásoló növekedési potenciálokat felölelő 3 csoport**



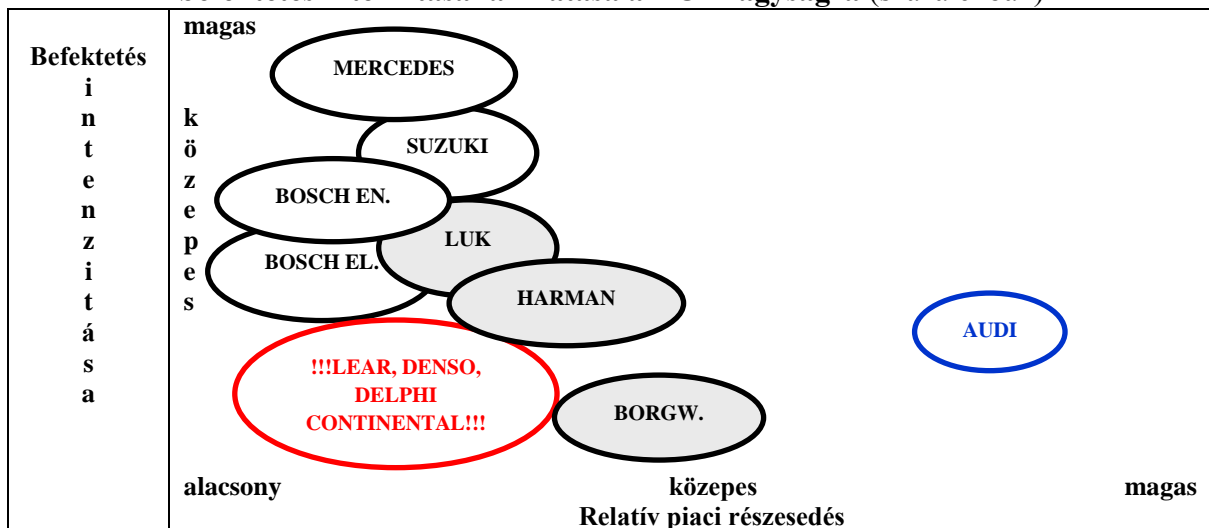
Forrás: Katits – Szalka, 2014.

**- A növekedés hatása a ROI, a ROA és a ROE nagyságokra**

Ebben a részben kizárólag a 2013. üzleti évre és a top 100-ba tartozó járműipari ágazatra készítettünk számításokon alapuló ábrákat, alkalmazva a stratégiai elemzésben használatos portfólió-elemzést.

A **3-4. ábra** alapján azt mondhatjuk, hogy 2013-ban a piacvezető Audinak egységnyi árbevétel eléréséhez közel feleannyi befektetés volt szükséges, a többi vállalkozás sokkal kevesebb befektetett eszközzel érte el az éves forgalmat. Az egységnyi forgalom eléréséhez a legtöbb befektetést a Mercedes valósította meg. A piros kontúrban megadott, **!!!**-jellel jelzett 4 cég ROI értéke negatív a veszteséges működés miatt. 3 cég rendkívül magas ROI értéket ért el, relatíve alacsony piaci részesedés mellett (a **3-4. ábrában** szürke háttérben jelöltük az érintett cégeket).

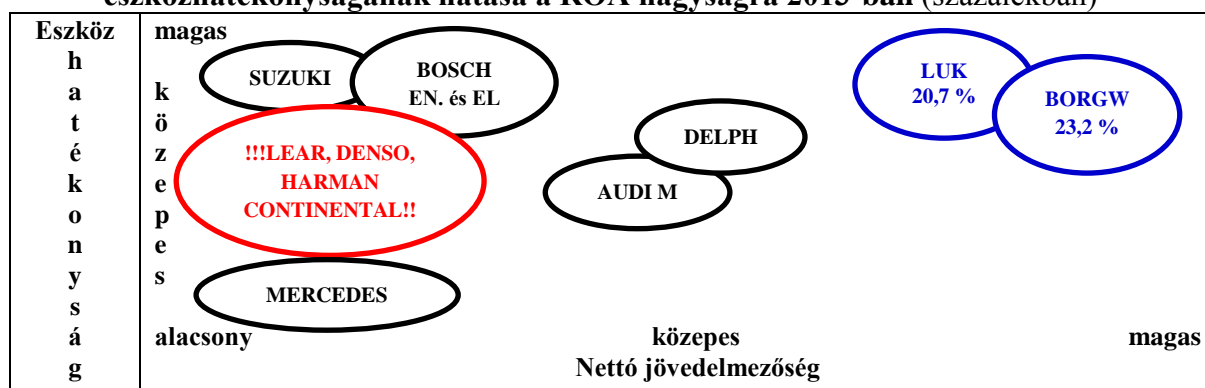
**3-4. ábra: A TOP 100 járműipari ágazatba tartozó cégek relatív piaci részesedése és a befektetés intenzitásának hatása a ROI nagyságra (százalékban)**



Forrás: Saját szerkesztés

A **3-5. ábra** szerint, 2013-ban, csak **2 cég** ért el relatíve magas ROA értéket (kék színnel jelöltük) kedvező eszközhatékonysággal és nettó jövedelmezőséggel. A zöld színnel jelölt **6 cég** relatíve alacsony ROA értékét részben az alacsony jövedelmezőség, részben az alacsony eszközhatékonyság okozta. A piros színnel jelölt 4 cég ROA értéke negatív a veszteséges működés miatt, ellenben az eszközhatékonyságuk kedvező.

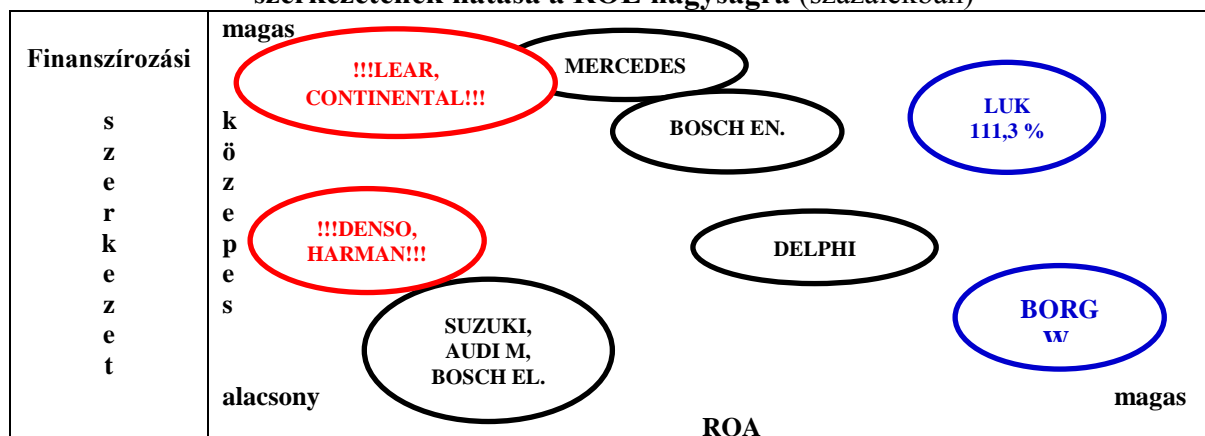
**3-5. ábra: A TOP 100 járműipari ágazatba tartozó cégek nettó jövedelmezőségének és eszközhatékonyságának hatása a ROA nagyságra 2013-ban (százalékban)**



Forrás: Saját szerkesztés

A 3-6. ábra alapján már azt is látjuk, hogy 2013-ban a tulajdonosi tőke megtérülési rátája (ROE) relatíve magas (kék színnel jelöltük), de ezt a cég jelentős mértékű idegen forrással és kedvező ROA értékkel érte el. A kék színnel jelölt 2 cég tulajdonosai kedvező helyzetben érezhetik magukat nemcsak a saját tőkére jutó adózott eredmény, hanem a (többi céghez képest) kedvező ROA érték miatt, de csak az egyik cég finanszírozási szerkezetében van kevesebb idegen forrás.

**3-6. ábra: A TOP 100 járműipari ágazatba tartozó cégek ROA és finanszírozási szerkezetének hatása a ROE nagyságra (százalékban)**



Forrás: Saját szerkesztés

### 3.5. Az eredményorientált vizsgálati módszer

Az eredményre koncentráció növekedés elemzésénél inkább a pénzáram szemlélet kerül előtérbe, ezért gyakran a *cash flow*-t veszik figyelembe. A *cash flow*-ban a korábban eszközölt beruházásokból származó pénzáramok is szerepelnek. A vállalkozás termelőerejének fenntartásához mindenekelőtt pótló beruházás szükséges. Ennek nagyságát az üzleti év amortizációs összegéből tudjuk megbecsülni. A pénzáram segítségével megítélhetjük azt, hogy vajon a vállalat tudja-e finanszírozni a pótlást saját forrásaiból (a termelő vagyont meg tudja-őrízni) és vajon rendelkezésre állnak-e finanszírozási források a racionalizálás és bővítés végrehajtásához (utalás a növekedésre).

Mivel önmagában – időtartamát tekintve – csak a kigazdálkodott többlet pénzáram biztosíthatja a növekedést, azt vélelmezzük, hogy a *cash-flow* és a növekedés alakulása azonos irányú. Itt az a probléma, hogy a pénzáram egy nominálisan meghatározott érték, ezért ezen érték egyre

növekvő pénzromlásnál *ceteris paribus* emelkedni fog anélkül, hogy az valós növekedést jelentene. Ebből eredően a *cash-flow* növekedési indikátorként csak úgy alkalmas, ha az más mutatókkal összefüggésben is azonos tendenciát mutat. **Egy növekedési folyamatnak növekvő értékalkotásban kell kifejeződnie. Különbösen a vállalat hosszú távú egzisztenciájának biztosítása, mint célkitűzés nem valósul meg és nem konstatálható egy közgazdaságilag ésszerű növekedési folyamat.** Az időbeni összehasonlításnál a nominális értékalkotást is korrigálni kell a pénzérték változással, s ezáltal legalább akkora értéket kell kapni, ami a vállalat termelési erejének megőrzéséhez szükséges (alkalmazkodva az árváltozásokhoz, a technikai haladás változásaihoz, a nemzetgazdaság vagy üzletág növekedéséhez). Ennek a korrekciónak az eredménye az ún. relatív érték, vagyis az összeg, amit az egyes termelési tényezőkkel érnek el anélkül, hogy a vállalat termelőerejét korlátoznák. A vállalatok értékelési eljárása szempontjából a helyes mérték a **pénzáramon alapuló tőkeérték** lenne, amit viszont csak nehezen, illetve bizonytalansággal tudunk prognosztizálni. A tőkeérték vagy nettó jelenérték számításán alapuló növekedés elemzésének végrehajtásához közelítő eljárásra van szükségünk. A növekedés mértéke a véges időre kiszámolt tőkeérték, ami a jövőbeni többlet pénzáramok jelenértékének összege. Az alábbi formában írhatjuk fel:

$$NPV = CF_1 \times q^{-1} + CF_2 \times q^{-2} + \dots + CF_n \times q^{-n} = \sum_{t=1}^n CF_t \times q^{-t}$$

ahol  $NPV$  = nettó jelenérték vagy tőkeérték  
 $CF_t$  = többlet pénzáram a t-edik üzleti évben  
 $q = 1+k$   $k$  = kalkulatív kamatrát

A kalkulatív kamatrátát alapvetően szubjektív módon tudjuk meghatározni és egyúttal a vizsgált időtartamra érvényes diszkontráta.

### 3.6. A vagyonorientált vizsgálati módszer

Ebben a részben azt **feltételezzük**, hogy a **vagyon és az eredmény alakulása között egyirányú összefüggés** van.

A növekedés megítéléséhez gyakran használjuk azt a rátát, amelyben a **nettó beruházás nagyságát elosztjuk az értékcsökkenési leírás nagyságával**. A nettó beruházás nagysága reprezentálja egy üzleti évben az újonnan üzembe helyezett termelési vagyon értékét, miközben az amortizáció nagysága a vagyon fizikai/gazdasági elhasználódását/avulását tükrözi vissza. Tehát az alábbi növekedési rátát tudjuk kiszámolni:

$$\text{Növekedési ráta} = \frac{\text{Nettó beruházás}}{\text{Értékcsökkenési leírás}} \times 100$$

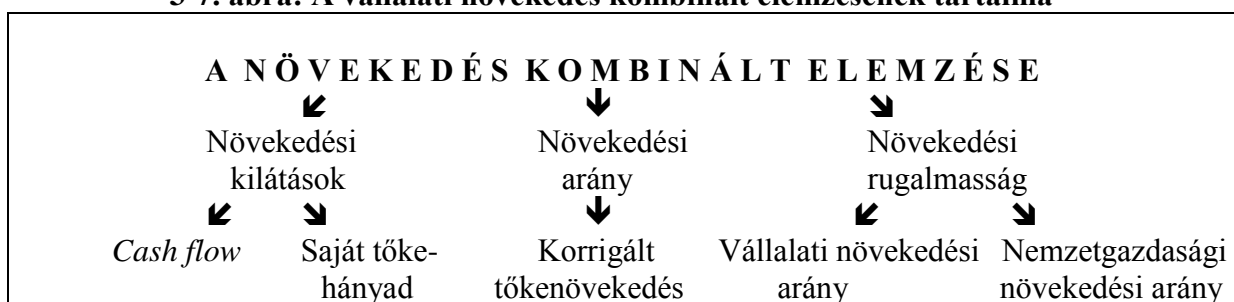
Minél nagyobb a növekedési ráta, annál kedvezőbbnek ítéljük a társaság jövőbeni kilátásait. Amennyiben ez a ráta meghaladja a 100 százalékot, úgy ésszerűbb lenne beruházási többletről beszélni (Gräffer 1994, 220). Ellenben ez a ráta nem jelent pontos mércét, mivel a **pénzromlás alapján is növekedést mutat**. Nincsen tekintettel arra, hogy a beruházással vagy vétellel tulajdonba került **potenciális termelő vagyon nem feltétlenül biztosít növekedést**. Figyelembe kellene venni azt is, hogy a termelő berendezések kapacitás kihasználtságának biztosítása - beruházáshoz hasonló – pótlólagos készletvagyont igényel, amit aktuális piaci áron kellene értékelni. Attól sem tekinthetünk el, hogy a nettó beruházás nagyságát az előző év beruházásának értékéhez méri, miközben az értékcsökkenési leírás alapja a korábbi – az is előfordulhat, hogy évekkal ezelőtti – történeti vagy bruttó érték, ami az **árváltozásokat, a technikai haladást figyelmen kívül hagyja**. Ezek mellett a kihasználás és az értékcsökkenési

leírás elszámolása közötti összefüggés kevésbé alkalmazható, mivel a társasági adózást és adóalap csökkentési lehetőségeket tekintve a terv szerinti értékcsökkenés elszámolását preferálja a vállalkozás szemszögéből.

### 3.7. A kombinált vizsgálati módszer

A növekedés praktikus elemzéséhez meglehetősen egyszerű, de lehetőleg nagy kifejező erejű mutatószámokat szükséges bevonni. Ennek a követelménynek néhány mutatószám nem felel meg, mivel azok túl kevés befolyásoló tényezőt vesznek figyelembe. Emiatt itt kombinált elemzést javasolunk, amely különböző módszerek segítségével prognózis felállítását teszi lehetővé, amelynek bekövetkezési valószínűsége olyan nagy, hogy az ilyen elemzés alkalmazása nem tűnik értelmetlennek. A 3-7. ábra bemutatja a növekedés kombinált elemzésének részeit.

**3-7. ábra: A vállalati növekedés kombinált elemzésének tartalma**



Forrás: Saját szerkesztés

A 3-7. ábrában láthatjuk a növekedés kombinált elemzésének **három célkitűzését**:

- Először, meg kell becsülni a vizsgált vállalat **növekedési kilátásait**. Itt megállapíthatjuk azt, hogy vajon a vállalat az átlag felett növekvő, átlagosan növekvő, stagnáló vagy hanyatló vállalatok csoportjába tartozik. Tehát itt klasszifikáción alapuló elemzésről van szó.
- Másodsor, meg kell határozni a vállalat abszolút növekedését, illetve **növekedési arányát**. Egy kiegészítő számolási lépésben meg kell adni az össztőke korrigált változását az inflációs ráta és a nemzetgazdasági vagy üzletági növekedési arány figyelembe vételével; azt feltételezzük, hogy ezen érték és a tőkeérték alakulása azonos irányú.
- Harmadsor, meg kell vizsgálni a **növekedési rugalmasságot** a nemzetgazdasági vagy üzletági növekedés függvényében.

#### 3.7.1. A növekedési kilátások

A **növekedési kilátásokat** a tőkebefektető szempontjából becsült eredmény/pénzáram nagysága szerint határozzuk meg. Ezen a helyen egy **átlagon felül növekvő vállalatot** a következő ismertetőjegyekkel fogunk jellemezni:

- az egy részvényre jutó osztalék ( $DPS = Dividends\ per\ Share$ ) megduplázása 3 év alatt vagy
- az egy részvényre jutó adózott eredmény ( $EPS = Earnings\ per\ Share$ ) megduplázása 3 év alatt vagy
- a  $DPS$ , illetve az  $EPS$  emelkedése meghaladja ugyanennek az értéknek az üzletági átlagát 3 éven át.

A **stagnáló vagy hanyatló vállalat** esetében a  $DPS$  és az  $EPS$  csökken, változatlan marad avagy nulla, negatív értéket mutat. Itt is az utolsó 3 év értékeinek alakulását vizsgáljuk. Azokat a vállalatokat, amelyek a fenti csoportokba nem tartoznak, **átlagos növekedésűnek** nevezünk.

A növekedési kilátások értékeléséhez a *cash flow mutatót* használjuk:

$$\begin{aligned} \text{Cash flow mutató (CF)} &= \text{Adózás utáni eredmény} \\ &+ \text{Értékcsökkenési leírás} \\ &\pm \text{Eredménytartalék változása} \\ &\pm \text{Céltartalék változása} \\ &\pm \text{Aktív és passzív időbeli elhaárolások változása} \end{aligned}$$

Ezután meghatározzuk a növekedési kilátásokat a *cash flow mutató* és az összes tőke hányadosával:

$$\text{Növekedési kilátások} = \text{CF} / \text{Összes tőke}$$

A fenti növekedési lehetőségre kapott érték azt mutatja, hogy az összes tőke (vagy az összes eszköz a mérlegegyezőség alapján) hány százalékkal növekedhet úgy, hogy a *CF* teljes nagyságát befektetik. A növekedési kilátások számított értékét annál kedvezőbbnek tekintjük, minél inkább meghaladja ugyanezen érték üzletági átlagát. Emellett időbeni elemzést is végezhetünk úgy, hogy kiszámoljuk az utolsó 3 év *cash flow mutatóját*. Ha a *cash flow mutató* értéke egyre emelkedő, akkor a cég növekedési kilátásai egyre kedvezőbbek.

A továbbiakban értékeljük egy vállalkozás növekedési kilátását 5 éves időtartamra! Az adatokat a **3-4. táblázat** mutatja.

**3-4. táblázat: A vállalat növekedési kilátásai**

Megnevezés	1. év	2. év	3. év	4. év	5. év
Cash flow (ezer HUF)	+1 694	- 4 545	- 4 562	- 1 677	+3 271
Összes tőke (ezer HUF)	25 503	31 855	31 746	28 726	29 457
<b>Növekedési kilátások (%)</b>	<b>+7</b>	<b>- 14</b>	<b>- 14</b>	<b>- 6</b>	<b>+11</b>

*Forrás:* Saját szerkesztés

Tehát a vizsgált vállalat növekedési lehetősége a 3. évig visszaesésre utal és a vállalati méret csökkenésére következtethetünk, de az 5. évtől pozitív irányú fejlődésre van kilátás.

Az eddigi vizsgálatok ellenőrzése érdekében kiszámolhatjuk a saját tőke hányadot, amely a vállalati tőkestruktúrát jellemző egyik mutatószám:

$$\text{Saját tőke hányad} = \frac{\text{Saját tőke}}{\text{Összes tőke}}$$

Tapasztalatunk szerint a saját tőkehányad az átlag felett növekvő vállalatoknál nagyobb, mint a stagnáló vállalatok esetében. A növekedést annál nagyobb valószínűséggel becsülhetjük, minél inkább meghaladja ez a mutatószám az üzletági átlagot. Ezen kívül arra a kérdésre is választ kaphatunk, hogy a vállalat eddigi finanszírozási játéktere mennyivel bővíthető új, saját (részvény)tőke bevonásával.

Folytatva az előbb említett példát, nézzük meg és értékeljük a **3-5. táblázatban** bemutatott eredményeket!

**3-5. táblázat: A vállalat saját tőkehányadának alakulása**

Megnevezés	1. év	2. év	3. év	4. év	5. év
Saját tőke (ezer HUF)	9 775	7 775	5 250	5 250	5 250
Összes tőke (ezer HUF)	25 503	31 855	31 746	28 726	29 457
<b>Saját tőkehányad (%)</b>	<b>38</b>	<b>24</b>	<b>16,5</b>	<b>18</b>	<b>18</b>

*Forrás:* Saját szerkesztés

Tehát a vizsgált vállalat saját tőkehányada a 3. évig csökken, majd konstans marad, bár 20%-kal alacsonyabb az 1. évhez képest.

### 3.7.2. A növekedési arány

A növekedés abszolút vagy relatív mértékének meghatározásához bevonunk egy olyan növekedési indikátort, amely tekintettel van a relatív állagfenntartás<sup>14</sup> alaptételére. Ehhez számításba kell vennünk a pénzürték- és termelési kapacitás-változással, valamint a nemzetgazdasági növekedési aránnyal korrigált működéshez szükséges vagyont, mivel ez biztosítja a vállalati célkitűzés valóra váltását. A következőkben formálisan közöljük a számolás menetét:

$$\text{Abszolút növekedés} = \text{Összes tőke}_Z - \text{Összes tőke}_{NY} - \text{Korrekciós faktor}$$

$$\text{Korrekciós faktor} = \text{Összes tőke}_{NY} \times (\text{Inflációs index}_Z + \text{Növekedési index}_Z)$$

ahol Z = a vizsgált üzleti év vége (záró)  
 NY = a vizsgált üzleti év eleje (nyitó)

$$\text{Relatív növekedési arány} = \frac{\text{Abszolút növekedés}}{\text{Összes tőke}_{NY} \times (\text{Inflációs index}_Z + \text{Növekedési index}_Z)}$$

Az abszolút növekedés képletét behelyettesítve, átrendezés után az alábbi formulát nyerjük:

$$\text{Relatív növekedési arány} = \frac{[\text{Összes tőke}_Z / \text{Összes tőke}_{NY} \times (1 + \text{Inflációs index}_Z + \text{Növekedési index}_Z)] - 1}{(1 + \text{Inflációs index}_Z + \text{Növekedési index}_Z) / (1 + \text{Inflációs index}_{NY} + \text{Növekedési index}_{NY})}$$

Ebből a növekedési mutatószámából arra következtethetünk, hogy mennyivel haladja meg az elemzett vállalat termelőképessége a nemzetgazdaság vagy üzletág termelőképességét a vizsgált periódusban. Itt azt feltételezzük, hogy a tőkebővítéssel arányos a vagyon növekedése, konstans foglalkoztatási szintet feltételezve.

Folytassuk ezt a részt a 3.7.1. pontban közölt vállalat növekedésének elemzésével! Az adatokat és eredményeket a **3-6. táblázatban** közöljük.

**3-6. táblázat: A vállalat növekedési arányának alakulása**

Megnevezés	1. év	2. év	3. év	4. év	5. év
Összes tőke <sub>Z</sub> (ezer HUF)		31 855	31 746	28 726	29 457
Összes tőke <sub>NY</sub> (ezer HUF)		25 503	31 855	31 746	28 726
Inflációs index <sub>Z</sub> (%)	15	12	10	10	8
Növekedési index <sub>Z</sub> (%)	-0,2	-1,0	1,3	2,6	2,6
Abszolút növekedés (ezer HUF)		+ 3 547	- 3 709	- 7 020	- 2 314
<b>Növekedési arány (%)</b>		<b>+12</b>	<b>- 10,5</b>	<b>- 20</b>	<b>- 7</b>

*Forrás:* Saját szerkesztés

Tehát a növekedési arány számított értékeinek alakulásából azt látjuk, hogy utoljára a 2. évben volt növekedés. Kiemelkedik a 4. évben a - 20%-os "méretcsökkenési" arány – a nemzetgazdasági növekedési index és az inflációs index figyelembevételével – amikor is a vállalat egyes részeit eladták. Itt azt valószínűsíthetjük, hogy nem a működéshez közvetlenül szükséges vállalati részek értékesítéséről van szó, mivel a termelés tovább folytatódott és nem történt meg az értékesített vagyontárgyak bérbe és/vagy lízingbe vétele sem, az

<sup>14</sup> A relatív állagfenntartás értelmezését a 4.3.2. fejezetben közöljük.

eredménykimutatás ráfordítás között sem találtunk erre utaló fizetési tételt. Ebből a nézőpontból a – 20%-os ”méretcsökkenési” arány csekélyebb jelentőségű ahhoz képest akkor, ha ez a csökkenés a termelés jelentős mértékű visszaesésével járt volna.

### 3.7.3. A növekedési rugalmasság

Egy vállalat hozamerejének, működésének alakulása szempontjából nem feledkezhetünk el, hogy ez a vállalat a nemzetgazdaság része. Bizonyos függőség feltételezhető a vállalat létezése és a nemzetgazdaság, valamint az üzletág konjunktúrájának, illetve struktúrájának alakulása között. Ezt a függőséget olyan statisztikai mutatószámokkal meg tudjuk ragadni, amelyekkel konkrét gazdasági összehasonlítást végezhetünk. A vállalati növekedés és a nemzetgazdasági, valamint az üzletági növekedés közötti összefüggést egy rugalmassági mutatószámmal elemezhetjük:

$$\text{Növekedési rugalmasság} = \frac{\text{Vállalati növekedési arány}}{\text{Nemzetgazdasági növekedési arány}}$$

$$\text{Növekedési rugalmasság} = \frac{\text{Vállalati növekedési arány}}{\text{Üzletági növekedési arány}}$$

A növekedési rugalmasság azt mutatja meg, hogy ha a nemzetgazdasági vagy üzletági növekedés egységnyivel változott, akkor mennyivel változott a vállalati növekedés. A növekedési rugalmasság értéke akkor 1, ha a vizsgált vállalat azonos mértékben fejlődik a gazdaság (üzletág) egészének fejlődésével. Ha a rugalmassági mutatószám egynél nagyobb, akkor a vállalat növekedése átlagon felüli a nemzetgazdasági vagy üzletági változásokhoz viszonyítva. Amennyiben a növekedési rugalmasság 0-1 közötti értéket vesz fel, úgy a vállalat rugalmatlanul reagál a nemzetgazdasági, illetve üzletági fejlődésre. Általánosan azt mondhatjuk, hogy **a növekedési vagy ”méretcsökkenési” folyamat annál kevésbé hat a vállalatra, minél inkább közelít a vállalat növekedési aránya a nullához.**

A negatív növekedési rugalmasság irreguláris és nincsen értelme bevonni a prognózis készítéséhez, de konkrét esetben meg tudjuk határozni a negatív rugalmasság okát. Figyelembe véve a nemzetgazdasági növekedést összehasonlító mérceként, negatív rugalmasságot kapunk például a szénbányászatban, hajógyártásban, ruházati iparban, vagyis azon üzletágakban, iparágakban – a nemzetgazdasági fejlődés ellenére is – ahol strukturális változások miatt következett be méretcsökkenés. Ezen negatív rugalmassági értékek csak néhány évig léteznek, mivel ezen iparágak, üzletágak a versenyhelyezettel vagy például jelentős nyersanyag árváltozással alkalmazkodnak az általános gazdasági fejlődéshez. Ellenben negatív rugalmasság akkor is felléphet, ha egy vállalat egyre növekvő aktivitással van jelen szűkülő üzletágban. Kivételes esetben egyes vállalatok folyamatos növekedése az üzletág növekedéséhez vezethet, mivel e vállalatok üzletáguk részei és annak mutatószámát befolyásolják. Példa erre egy olyan étteremhálózat létrehozása, amely árkedvezményt ad. Időnként az étterem üzletág méretcsökkenését, ”zsugorodását” ezen éttermi lánc növekedése eléri és túlkompenzálja.

Ismét folytassuk ezt a részt a 3.7.1. pontban közölt vállalat növekedésének elemzésével! Az adatokat és eredményeket a **3-7. táblázat**ban közöljük. A vállalat növekedési arányát a **3-6. táblázat** sorából vesszük.

**3-7. táblázat: A vállalat növekedési rugalmasságának alakulása**

Megnevezés	1. év	2. év	3. év	4. év	5. év
Vállalati növekedési arány		+ 12,0	– 10,5	– 20,0	– 7,0
Üzletági növekedési arány		– 5,0	– 8,0	– 7,0	– 4,0
<b>Növekedési rugalmasság (%)</b>		<b>– 240,0</b>	<b>+131,0</b>	<b>+286,0</b>	<b>+175</b>

*Forrás:* Saját szerkesztés

Tehát a vállalat növekedésének rugalmassága nagyon különböző: a 2. évben a szóban forgó vállalat növekedett, miközben az üzletág mérete csökkent. A 3-5. évben a vállalat fejlődése kedvezőtlenebb az üzletág fejlődéséhez képest. Például a 4. évben az üzletág méretének egységnyi csökkenése, a vállalat méretének 2,86-szoros zsugorodásával jár. Az elemzett vállalat fejlődése a vizsgálat 5 évében – az üzletági fejlődéshez képest – átlagon aluli, ami a vállalat méretcsökkenésével párosul. Az üzletági hanyatlás mértékét meghaladta a vállalati hanyatlás mértéke.

### 3.8. A belső finanszírozási erő összetevői és kalkulálása

Az évről-évre fenntartható jövedelmező belső vállalati növekedés esetén **fontosabb a jövőbeni tiszta hozamok elérését biztosítani, mint a jelenben lehetséges legmagasabb megtérülést, s ezáltal a maximális osztalékot kifizetni** (akkor, ha a tulajdonosok osztalékközömbössége nem érvényesül). Úgy véljük, hogy a már közölt **3-1. táblázatban** a piac irányában történő mérlegeléseket a **belső finanszírozási erő összetevőinek kalkulálásával** együtt érdemes megtenni.

#### 3.8.1. A belső finanszírozási kapacitás összetevői

Az alábbi két tényező meghatározza vállalkozásunk **belső finanszírozási kapacitását**:

- **A működésből származó szabadon felhasználható pénzáram nagysága** legfőképpen direkt módon történő meghatározással.

- **A materiális és immateriális vagyonban, valamint a pénzügyi eszközökben lekötött tőke kivonásából és a termelési tényezők felhasználásának racionalizálásából eredő pénzáramok nagysága<sup>8</sup>.**

Ennél az eljárásnál vagyonszortokat (például ingatlanok, gépek, berendezések, vásárolt és saját előállítású készletek, vagyoni értékű jogok, stb.) hoznak létre aszerint,

- » amelyekkel szemben már nincsen teljesítményelvárás, az üzletmenetnek egyáltalán nem hoznak hasznot, de értékesíthetők és így eladásuk révén bevételekhez lehet jutni;
- » amelyeket más vállalkozás vagy más szervezeti megoldás (például bérbeadás) keretében jövedelmezőbben lehet hasznosítani;
- » amelyekre szükség van, tehát felül kell vizsgálni, milyen összegek szükségesek majd pótlásukra, és ezek honnan lesznek előteremthetők.

Ez az eljárás alkalmas arra is, hogy a vállalati összvagyon ne változzon, viszont a hozam és a kockázat szempontjából kedvezőbb struktúrájú legyen (vagyis a vagyon átstrukturálásáról van szó).

#### 3.8.2. Az IGR ráta számítása

A vállalkozásaink növekedéséhez pótlólagos finanszírozási forrásokra van szükség. Ez a különböző mértékben bevont tőke nagysága befolyásolja a vállalkozásaink tőkeszerkezetének

<sup>8</sup> Javasoljuk elolvasni ehhez a fejezethez a 4.4. részt.



alakulását. Ha az adózás után képződött eredményt az osztalékfizetés után tekintjük, akkor az így kapott mérleg szerinti eredményt felhasználhatjuk pótlólagos **eszközvásárlás** finanszírozására. Gyakran előfordul az, hogy ez a belső forrás nem elég, azaz külső finanszírozási forrásra van szükség. A külső finanszírozási igény nagyságát ( $EFN = \text{External Financial Needed}$ ) nagyságát az adja meg, hogy mennyivel haladja meg az árbevétel arányos eszköznövekmény a visszatartott profit növekményét:

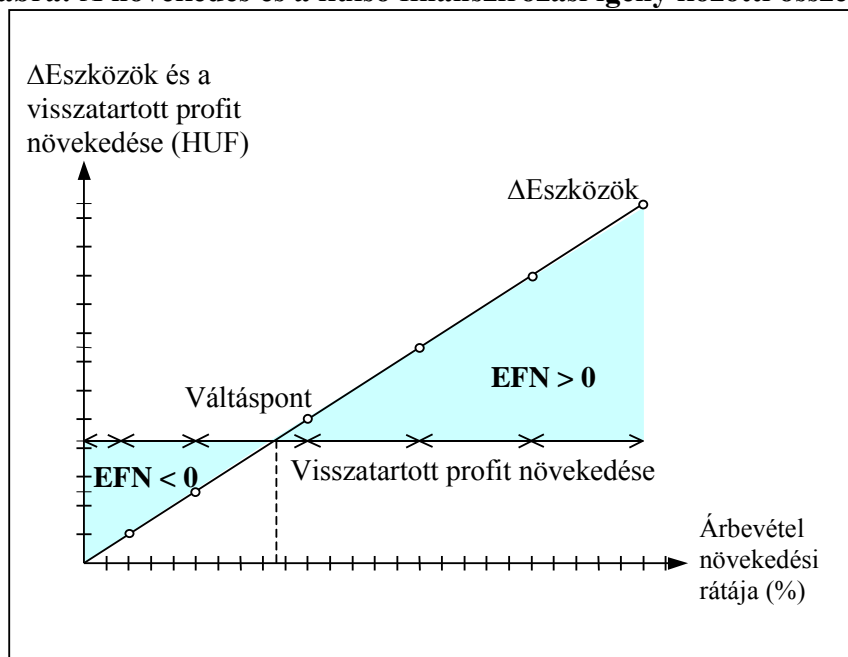
$$EFN = \frac{A}{S_0} \times \Delta S - S_1 \times m \times b \quad (3.1)$$

- ahol  $A$  = a vállalkozás birtokában levő összes eszköz (*Assets*)  
 $S_0$  = ez évi értékesítési árbevétel (az eredménykimutatás tényadata)  
 $S_1$  = tervezett értékesítési árbevétel  
 $\Delta S = S_1 - S_0$   
 $m$  = nettó profithányad  $\left(\frac{NP}{S}\right)$   
 $b$  = profit visszatartási ráta (*Retention Rate*)

Ha a társaság továbbra sem akar új részvényt kibocsátani (zrt és nyrt) vagy üzletrészt felajánlani (kft) új tulajdonos(ok) részére, akkor a járható út a (3.1)-ben meghatározott pótlólagos tőkeszükségletet ( $EFN$ ) **idegen tőke, vagyis adósság ( $D=Debt$ )** formájában bevonni. Tehát **ez a mérőszám segíti behatárolni a cég belső és külső finanszírozási kapacitását.**

A **3-8. ábra** jól mutatja azt, hogy a **szükséges eszközök növekménye** nagyobb mértékű, mint a visszatartott profit növekedése. Ebből következően **a visszatartott profit által biztosított önfinszírozás előnyei hamar eltűnnek.** E szerint **közvetlen kapcsolat van a növekedés és a külső finanszírozás között.**

**3-8. ábra: A növekedés és a külső finanszírozási igény közötti összefüggés**



Forrás: Katits, 2007.

A 3-8. ábrában megadott váltáspontban az  $EFN = 0$ , azaz

$$\frac{A}{S_0} \times \Delta S - S_1 \times m \times b = 0$$

$$\frac{A}{S_0} \times S_0 \times G - S_0 \times (I + G) \times m \times b = 0$$

$$A \times G - S_0 \times (I + G) \times m \times b = 0$$

$$-S_0 \times m \times b + (A - S_0 \times m \times b) \times G = 0$$

Az  $S_0 \times m \times b$  szorzatot jelöljük  $t$ -vel!

$$-t + (A - t) \times G = 0$$

Kifejezve  $G$ -t és a hányadosokat beillesztve a képletbe, a következőt nyerjük:

$$G = \frac{t}{A - t} = \frac{S_0 \times m \times b}{A - S_0 \times m \times b} = \frac{S_0 \times \frac{NP}{S_0} \times b}{A - S_0 \times \frac{NP}{S_0} \times b}$$

Az  $S_0$ -lal egyszerűsítünk és osztunk  $A$ -val:

$$G = \frac{\frac{NP}{A} \times b}{\frac{A}{A} - \frac{NP}{A} \times b} = \frac{ROA \times b}{1 - ROA \times b}$$

$$\boxed{IGR = \frac{ROA \times b}{1 - ROA \times b}}$$

Tehát a 3-8. ábrában közölt váltásponthoz tartozó értéket az ún. **belső növekedési rátával** ( $IGR = \text{Internal Growth Rate}$ ) határozhatjuk meg. Tehát **az eszközarányos megtérülési ráta** ( $ROA = \text{Return on Assets}$ ) és a **profit visszatartási ráta** ( $b = \text{Retention rate}$ ) ismeretében **meghatározhatjuk az értékesítési árbevételnek azt a maximális növekedési rátáját, amely kizárólag az adott évben elért mérleg szerinti eredményből finanszírozható.** Ha ennél nagyobb értékesítési árbevételt realizált akár a vállalkozás, akár pedig az ágazat, akkor külső forrást vett igénybe. **Ha a cég vagy az ágazat nem óhajt vagy nem képes külső forrást igénybe venni, akkor mérsékelni kell az osztalékfizetési rátáját, növelni kell eszközhatékonyságát. Ha nem teszi, akkor válsághelyzetbe kerül.**

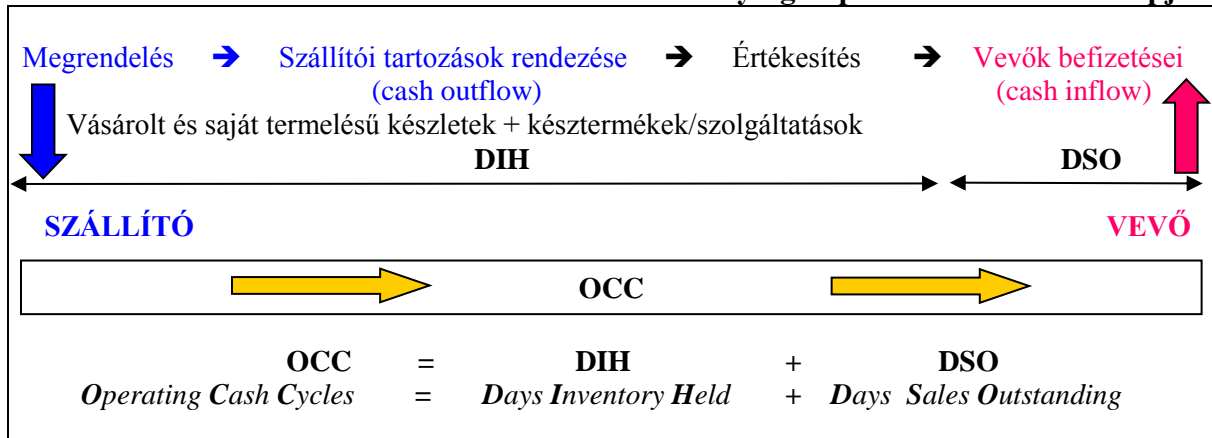
### 3.8.3. A SFGR ráta számítása

Az **önfinanszírozható növekedési ráta** ( $SFGR = \text{Self Financeable Growth}$ , módosítva Vishwanath 2007, 275-276.) olyan vállalat/ágazat-specifikus növekedési ráta, amely az **operatív módon kigazdálkodott forrásokkal – külső finanszírozás és tőke kivonás nélkül – elérhető.** A nagyságát alapvetően az alábbi 3 tényező befolyásolja:

1. A működési cash ciklus ( $OCC = \text{Operating Cash Cycles}$ ).
2. A forráslekötés időtartama  $OCC$ -ként.
3. A szabadon rendelkezésre álló forrás generálása  $OCC$ -ként.

A működési cash ciklus ( $OCC = Operating\ Cash\ Cycles$ ) az az időperiódus, amelyben a vállalkozás pénzügyi forrásai a (vásárolt és saját termelésű) raktárkészletben, továbbá a többi forgótőke elemekben lekötve vannak, mielőtt követné a pénzbeáramlás az értékesítés, illetve a nyújtott szolgáltatás következményeként. Az OCC idejét a készlettartás idejének ( $DIH = Days\ Inventory\ Held$ ) és a vevői követelések behajtási idejének ( $DSO = Days\ Sales\ Outstanding$ ) összege adja, amelyeket a mérleg és az eredménykimutatás tételeinek számításával nyerjük, vagyis  $OCC = DIH + DSO$ . Mindezt illusztráljuk a 3-9. ábrával is.

3-9. ábra: A működési cash ciklus tartalma a tevékenység és pénzáram követése alapján



Forrás: Szalka – Koltai – Katits, 2013.

Mindezek ismeretében könnyen számszerűsíthetjük az éves SFGR nagyságát a 3-10. ábra szerint.

3-10. ábra: Az éves SFGR kalkulációs sémája

$$\frac{\text{Szabodon rendelkezésre álló forrás}}{\text{Értékesítés nettó árbevétele}} = SFGR_{OCC} \text{ -ként } (SFGR_{OCC})$$

$$\frac{DIH + DSO}{365} = OCC \text{ - k száma éves szinten } (OCC_n)$$

$$(1 + SFGR_{OCC})^{OCC_n} - 1 = \text{Éves SFGR}$$

Forrás: Szalka – Koltai – Katits, 2013.

Amennyiben a vállalkozásunk **kisebb növekedési rátát** ért el, mint az éves SFGR, úgy **több pénzeszközt „kitermelt, kigazdálkodott”, mint ami a növekedéséhez szükséges lett volna.** Az éves SFGR-t meghaladó növekedési ráta elérésének esete bizonyítja a likviditás biztonságát veszélyeztető **külső finanszírozási forrás bevonásának tényét.** Az alábbiakban közöljük az SFGR számítását a 2013. üzleti évben az AUDI M esetére:

$$\frac{727\,958}{5\,856\,250} = 0,5\% \text{ az SFGR OCC -ként}$$

$$\frac{24+1}{25} = 14,6 \text{ az OCC - k száma éves szinten}$$

$$(1,005)^{14,6} - 1 \approx 8\% \text{ éves SFGR}$$

Tehát az AUDI M 2013-ban közel 8%-os forgalomnövekedést ért el, így nem volt jelentős mértékű a külső finanszírozási forrás bevonása, mivel az SFGR szerint közel 8%-os növekedést lehetett volna csak biztosítani a szabadon rendelkezésre álló forrásokból.

#### 3.8.4. A jövedelmezőségi mix

A vállalkozásunk belső finanszírozási erejének vizsgálata nem nélkülözheti a **jövedelemtermelő képesség átfogó elemzését**, ami itt a vállalkozásunk **komplex gazdasági teljesítményének** értékelését is jelenti. A vizsgálat komplexitása abban jelenik meg egyrészt, hogy a cég teljesítményét **három mutatószám csoporttal**, tehát nem csak az **értékesítés**, hanem a **termelés (működés)** és a **pénzügyi realizáció** oldaláról is értékeljük, másrészt pedig minden mutatószám csoportban egyaránt léteznek **bevétel/ráfordítás és eredmény/vagyon** típusú mutatószámok. Az EkoWIN pénzügyi szoftverrel megkaptuk a jövedelmezőségi mix összetételét a **3-8. táblázatban** közölt mutatószámok alapján.

A TOP 100-ba tartozó cégek akár belső finanszírozási kapacitásuk vizsgálata, akár a külső forrásbevonó képességük növelése nem nélkülözheti a **jövedelemtermelő képesség átfogó elemzését**, ami itt a TOP 100 13 ágazat **2013. évi komplex gazdasági teljesítményének** értékelését jelenti. A vizsgálat komplexitása abban jelenik meg egyrészt, hogy az ágazatok teljesítményét **három mutatószám csoporttal**, tehát nem csak az **értékesítés**, hanem a **termelés (működés)** és a **pénzügyi realizáció** oldaláról is értékeljük, másrészt pedig minden mutatószám csoportban egyaránt léteznek **bevétel/ráfordítás és eredmény/vagyon** típusú mutatószámok. Az EkoWIN pénzügyi elemző, előrejelző és vállalatértékelő szakértői szoftverrel megkaptuk a jövedelmezőségi mix összetételét a **3-8. táblázatban** közölt mutatószámok alapján.

Egy mutatószám csoport A-B-C-D-E minősítése az alábbi küszöbértékek alapján történik:

0 – 19,9 pont = (E) = kritikus; 20 – 39,9 pont = (D) = problematikus;

40 – 59,9 pont = (C) = elfogadható; 60 – 79,9 pont = (B) = jó; 80 – 100,0 pont = (A) = kiváló.

**3-8. táblázat: A magyar TOP100 13 ÁGAZAT JÖVEDELMEZŐSÉGI MÍX mutatószámai és értékei 2013. évben (százalékban)**

Mutatószámok	ENERGETIKA	NAGYKERESKEDELEM	JÁRMŰIPAR	ELEKTRONIKA	GÉPGYÁRTÁS	SZOLGÁLTATÁS	KISKERESKEDELEM	ÉLELMISZER-, DOHÁNYIPAR, MEZŐGAZDASÁG	VEGY-, GUMI- ÉS MŰANYAGIPAR	KÖZLEKEDÉS	GYÓGYSZERIPAR	TÁVKÖZLÉS- ÉS POSTAI SZOLGÁLT.	FÉMFELDOLGOZÁS
<b>I. TERMELÉKENYSÉG</b>													
Nettó (üzemi) termelékenység	107,5	101,6	104,4	102,1	105,7	108,9	97,2	104,1	107,0	104,5	117,0	109,3	100,5
Nettó (adózás előtti) termelékenység	99,7	101,4	103,3	102,3	193,6	109,9	97,0	103,0	104,8	106,3	118,9	110,5	99,6
Eszközarányos termelési (üzemi) eredmény	3,0	314,7	149,4	4,6	0,8	4,9	173,7	7,4	90,5	1,5	3,9	4,3	0,6
Eszközarányos termelési (adózás előtti) eredmény	-0,1	313,9	5,1	147,8	4,3	173,2	2,0	5,4	4,8	-0,4	5,4	88,8	13,3
<b>II. ÉRTÉKESÍTÉS</b>													
Nettó (üzemi) jövedelmezőség	107,5	101,6	104,4	102,1	105,7	108,9	97,2	104,3	107,0	104,5	117,0	109,3	100,5
Nettó (adózás előtti) jövedelmezőség	99,7	101,4	103,2	102,3	194,2	109,9	97,0	103,2	104,8	106,3	118,9	110,5	99,6
Eszközarányos (üzemi) eredmény	3,0	5,0	6,2	4,7	0,8	4,9	-4,9	7,8	5,9	1,5	3,9	4,3	0,6
Eszközarányos (adózás előtti) eredmény	-0,1	4,2	4,7	5,2	13,3	5,4	-5,4	5,8	4,2	2,0	4,3	4,8	-0,4
Összes forrásra jutó kamat és adózott eredmény	0,0	5,9	4,9	4,4	17,4	6,1	-4,2	6,8	5,8	2,8	4,7	5,8	-0,7
Saját tőkére jutó adózott eredmény	-1,8	6,9	7,9	7,8	34,4	6,7	-14,8	15,2	10,4	10,7	6,5	9,2	-8,2
<b>III. PÉNZÜGYI REALIZÁCIÓ</b>													
P.ü. realizált nettó (üzemi) jövedelmezőség	120,1	105,4	110,3	104,8	189,5	129,9	100,2	115,5	112,8	122,2	152,8	135,3	97,4
P.ü. realizált nettó (adózás előtti) jövedelmezőség	112,2	99,2	110,8	102,9	267,5	255,3	105,0	109,6	109,5	133,1	229,7	141,5	104,4
P.ü. realizált eszközarányos (üzemi) eredmény	7,2	319,7	147,2	10,5	8,4	14,5	173,5	26,2	10,2	6,2	8,9	13,0	-3,0
P.ü. realizált eszközarányos (adózás előtti) eredmény	4,7	300,6	148,1	6,4	19,0	76,2	181,8	17,1	7,8	9,4	22,0	15,3	5,3

Forrás: Katits – Szalka, 2015c.

A **termelés/működés minősítésére szolgáló mutatószámok** számított értékük alapján, 0-100 ponttal jellemezve a **3-8. táblázatban** és a **3-11. ábrán** látható eredményeket kaptuk. A saját termelésű készletek növekedése azt jelenti, hogy a szóban forgó cégeket felölelő ágazatok a vizsgált időszakban többet termeltek, mint amennyit értékesítettek. Ez olyan gazdasági teljesítmény, amely a piacon ugyan még nem realizálódott, de mindenképpen a vizsgált időszakban jött létre. A termelékenység vizsgálatakor ezért a hozamokat a saját termelésű készletek változásának piaci értékével, a ráfordításokat pedig a változás önköltségével megnövelt értéken vettük figyelembe. Így a TOP 100 **termelékenysége**nek (működésének) **minősítése** a következő:

- Elfogadható: energetika, elektronika, kiskereskedelem, élelmiszer-, dohányipar és mezőgazdaság, közlekedés, fémfeldolgozás.
- Jó: nagykereskedelem, járműipar, gépgyártás, szolgáltatás, vegy-, gumi- és műanyagipar, távközlés- és postai szolgáltatás, gyógyszeripar.

A TOP 100 **értékesítés minősítése** az alábbi:

- Problematikus: kiskereskedelem, fémfeldolgozás.
- Elfogadható: energetika, nagykereskedelem, elektronika.
- Jó: járműipar, szolgáltatás, élelmiszer-, dohányipar és mezőgazdaság, vegy-, gumi- és műanyagipar, közlekedés, távközlés- és postai szolgáltatás, gyógyszeripar.
- Kiváló: gépgyártás, gyógyszeripar.

A TOP 100 **pénzügyi realizációs teljesítménye** összességében az alábbi:

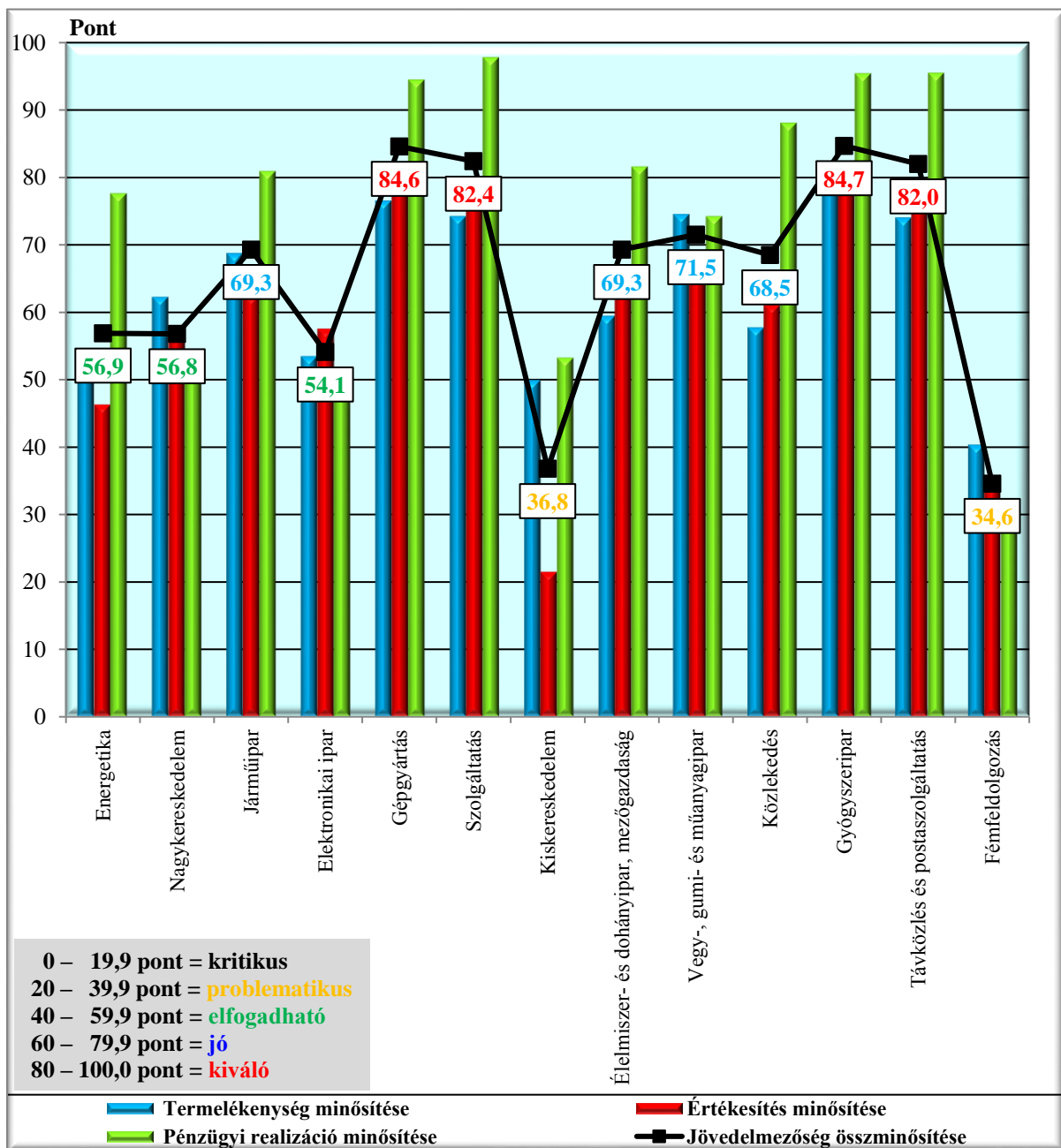
- Problematikus: fémfeldolgozás.
- Elfogadható: energetika, nagy- és kiskereskedelem, elektronika.
- Jó: élelmiszer-, dohányipar és mezőgazdaság, vegy-, gumi- és műanyagipar.
- Kiváló: járműipar, gépgyártás, gyógyszeripar, szolgáltatás, közlekedés, gyógyszeripar, távközlés- és postai szolgáltatás.

A **termelékenység, az értékesítés és a pénzügyi realizáció, mint a jövedelmezőségi mix** értékelésénél a következő minősítést kaptuk:

- Problematikus: kiskereskedelem, fémfeldolgozás.
- Elfogadható: energetika, nagykereskedelem, elektronika.
- Jó: járműipar, élelmiszer-, dohányipar és mezőgazdaság, vegy-, gumi- és műanyagipar, közlekedés.
- Kiváló: gépgyártás, távközlés- és postai szolgáltatás, gyógyszeripar, szolgáltatás.

Ha **jövedelmezőségi mix** értékelésével kapott rangsort (**3-11. ábra**) összehasonlítjuk a **nettó értékesítési árbevétel alapján kialakult rangsorral** (**3-1. ábra**), akkor megállapíthatjuk azt, hogy a két rangsor egymással **nem egyezik meg**. Amíg a **jövedelmezőség mix** szempontjából **legkedvezőbb** minősítésű ágazat a **gyógyszeripar**, a **gépgyártás**, a **szolgáltatás**, valamint a **távközlés- és a postai szolgáltatás**, valamint a **gyógyszeripar** a legkedvezőbb, addig az értékesítés nettó árbevétele alapján az említett ágazatok a TOP 100 13 ágazatai sorában az utolsó helyeket foglalják el.

**3-11. ábra: A magyar TOP 100 13 ÁGAZAT JÖVEDELMEZŐSÉGÉNEK  
összminősítése 2013. évben**



Forrás: Katits – Szalka, 2015c.

### 3.8.5. A vállalati kockázati mix

A vállalkozásunk belső finanszírozási erejének értékelésénél nem hagyjuk figyelmen kívül a **nem szisztematikus (vállalati) kockázatok** mértékére vonatkozó számítást és elemzést sem. Itt egy ún. **kockázati mix** értékeléséről lesz szó, ami 5 **mutatószám csoportból** áll. A számolt mutatószámok alapján 0-100 pont közötti értékkel minősítettük a vállalatokat (**3-9. táblázat**). A számított értékek (**3-9. táblázat**) alapján – ugyanúgy, mint a 3.8.4. fejezetben, a jövedelmezőségi mix minősítésénél – 0-100 pont közötti értékkel minősítettük az ágazatokat.

## **I. A tőkeszerkezet minősítése**

A saját tőke részarányának vizsgálata fontos lépés, mert a vállalkozások saját tőkéjének kellene fedeznie az összes működő tőke kockázatát. Itt azt vizsgáljuk, hogy vajon van-e a cégnek elegendő saját tőkéje, javul-e a tőkeellátottsága és a hosszú lejáratú hitelek törlesztésének van-e a megfelelő fedezete.

- Elfogadható: vegy-, gumi- és műanyagipar, közlekedés.
- Jó: kiskereskedelem, élelmiszer-, dohányipar és mezőgazdaság, fémfeldolgozás.
- Kiváló: gépgyártás, távközlés- és postai szolgáltatás, energetika, nagykereskedelem, járműipar, elektronika, szolgáltatás, gyógyszeripar.

## **II. Az eszközfinanszírozás minősítése**

Itt ellenőrizzük a finanszírozás aranszabályainak betartását, vagyis a keresztbefinanszírozás formáját (a befektetett eszközök ismétlődő folyó forrásokkal történő finanszírozását) negatívumként értékeljük. Ennél a következő minősítési kategóriákat nyertük:

- Kritikus: fémfeldolgozás.
- Problematikus: közlekedés, távközlés- és postai szolgáltatás.
- Elfogadható: kiskereskedelem.
- Jó: élelmiszer-, dohányipar és mezőgazdaság.
- Kiváló: energetika, nagykereskedelem, járműipar, elektronika, gépgyártás, szolgáltatás, vegy-, gumi- és műanyagipar, gyógyszeripar.

## **III. A statikus likviditás minősítése**

Itt a likviditási mérlegből nyert négy mutatószám minősítése során a következő kérdésekre keressük a választ: Vajon van-e elegendő készpénz a havi esedékes bérekre és költségvetési befizetésekre? Vajon lesz-e akkor elegendő készpénz, ha a vevőkövetelések befolyanak, és a szállítókat kifizetjük? A teljes forgóeszköz állomány mekkora fedezetet nyújt az összes rövidlejáratú kötelezettség állományra? Mi van akkor, ha az aktív-passzív időbeli elhatárolások és céltartalékok egyenlegét is figyelembe vesszük? – Ezekre a kérdésekre válaszolva a számszaki vizsgálat után az alábbi minősítést nyerjük a 2013. évben:

- Kritikus: távközlés- és postai szolgáltatás, fémfeldolgozás.
- Problematikus: szolgáltatás, kiskereskedelem, élelmiszer-, dohányipar és mezőgazdaság, közlekedés.
- Elfogadható: járműipar.
- Jó: energetika, nagykereskedelem és műanyagipar.
- Kiváló: elektronika, gyógyszeripar, gépgyártás.

## **IV. A dinamikus likviditás minősítése**

Itt a társaság kötelezettségeinek az éves bruttó cash flow-val történő fedezettségéről kapunk információkat az alábbi minősítéssel:

- Problematikus: kiskereskedelem, fémfeldolgozás.
- Elfogadható: nagykereskedelem, élelmiszer-, dohányipar és mezőgazdaság.
- Jó: energetika, vegy-, gumi- és műanyagipar, közlekedés, gyógyszeripar.
- Kiváló: járműipar, gépgyártás, elektronika, gépgyártás, szolgáltatás, a, távközlés- és postai szolgáltatás.



**3-9. táblázat: A magyar TOP 100 13 ÁGAZAT KOCKÁZATI MÍX mutatószámai és értékei 2013. évben**

Mutatószámok	ENERGETIKA	NAGYKERESKEDELEM	JÁRMŰIPAR	ELEKTRONIKA	GÉPÉSZKÉSZÍTÉS	SZOLGÁLTATÁS	KISKERESKEDELEM	ÉLELMISZER-, DOHÁNYIPAR, MEZŐGAZDASÁG	VEGY-, GUMI- ÉS MŰANYAGIPAR	KÖZLEKEDÉS	GYÓGYSZERIPAR	TÁVKÖZLÉS- ÉS POSTAI SZOLGÁLT.	FÉMELDŐIPAR
<b>I. TŐKESZERKEZET (%)</b>													
Tőkeellátottság	55,7	48,9	60,0	55,5	37,4	75,4	38,0	33,0	36,9	41,3	65,6	48,0	17,0
Fedezeti tőke dinamikája	-2,0	0,0	14,2	0,4	-6,6	-18,4	-3,5	-10,1	15,4	8,7	-11,8	4,0	-2,3
Tartós forrásokon belüli tőkeellátottság	80,6	93,8	89,7	100,0	41,2	100,0	70,2	78,9	54,1	51,4	92,6	72,5	100,0
Bef. eszközök tökefedezete	88,8	117,1	95,3	255,0	42,9	96,6	61,6	72,6	62,0	46,8	126,0	60,5	33,7
Hosszú lejáratú kötelezettségek eszközfedezete	467,5	1295,3	916,6	4757150	163,1	3487972,7	382,1	514,3	190,3	226,4	999,2	434,9	-
<b>II. ESZKÖZFINANSZÍROZÁS (%)</b>													
Keresztbe finanszírozás az összes forrás %-ban	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,7	7,5	3,6	0,0	8,0	0,0	13,1	33,4
Keresztbe finanszírozás a saját tőke %-ban	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,5	19,8	11,0	0,0	42,5	0,0	28,3	203,7
<b>III. STATIKUS LIKVIDITÁS</b>													
Azonnali likviditás	2,2	0,9	2,9	1,5	3,7	0,6	2,4	0,2	8,1	3,1	2,3	0,6	0,1
Gyors likviditás	2,3	3,0	1,9	2,5	2,3	2,3	1,3	2,0	4,4	1,4	6,6	1,6	1,2
Ált. likviditás	1,5	1,4	1,3	1,9	2,0	0,8	0,9	1,0	1,4	0,8	1,8	0,7	0,6
Teljes likviditás	1,2	1,2	1,1	1,8	1,4	0,9	0,8	0,9	1,3	0,7	1,7	0,6	0,6
<b>IV. DINAMIKUS LIKVIDITÁS</b>													
Összes köt. cash flow fedezete (%)	5,9	14,1	51,9	44,7	24,5	59,4	0,0	18,7	15,3	12,9	21,6	35,8	3,5
Rövid lejáratú köt. cash flow fedezete (%)	10,8	15,5	73,7	44,7	713,3	59,5	0,0	22,4	36,2	78,4	26,1	67,7	3,5
Tartós forrás-hiány várható futamideje (év)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	100,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	16,4
<b>V. MŰKÖDÉSI ÉS FINANSZÍROZÁSI DINAMIKA (napokban)</b>													
Szállítók futamideje	20,8	9,1	26,6	24,9	71,1	12,5	32,1	19,1	17,2	47,4	21,0	37,5	49,9
Vevők futamideje	19,1	13,3	7,7	19,1	17,7	2,5	3,6	11,2	20,7	10,5	37,8	25,3	20,9
Készletek futamideje	27,3	22,2	25,2	21,6	30,4	0,4	27,1	34,1	24,9	6,7	82,6	6,3	52,0
Vevők és készl. szállítókkal finanszírozott részaránya	43,5	26,8	82,5	62,3	146,4	264,1	111,5	34,9	36,6	221,5	14,4	64,2	69,5

Forrás: Katits – Szalka, 2015c.

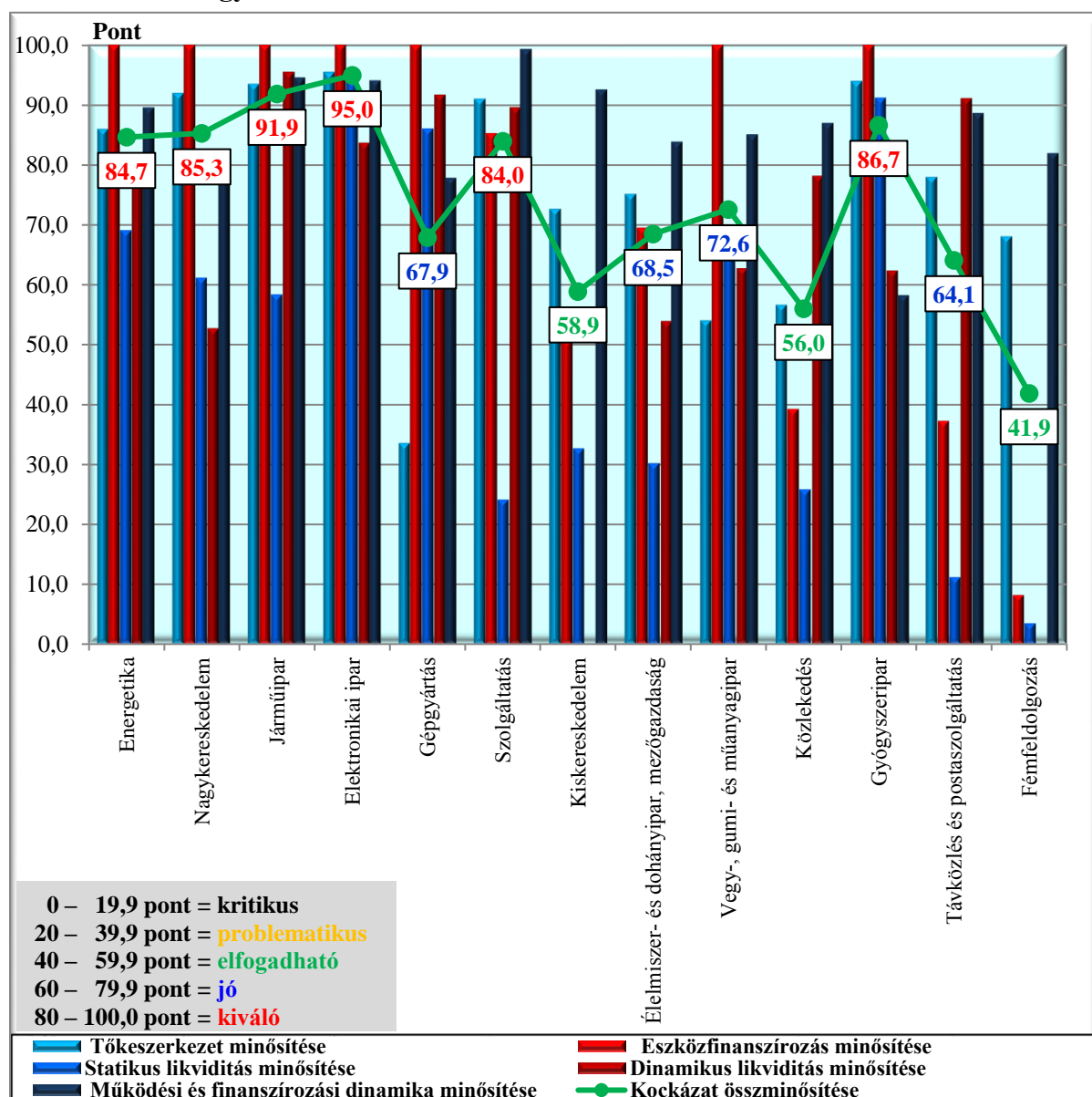
## V. A működési és finanszírozási dinamika minősítése

Ennél a vevők-szállítók-készletek dinamikáját (futamidőt) és finanszírozási arányát minősítjük. Itt az (árbevételrel mért) eszközhatékonyság és a forgóeszköz gazdálkodás forgási sebesség mutatószámaival (fordulatszámmal és forgási idővel) végzünk számításokat és értékeléseket. Az ágazatok **működési és finanszírozási dinamikájának minősítése** összességében a **jó és a kiváló** kategóriába tartozó értéket produkáltak. Ez alól kivétel a gyógyszeripar, ami az **elfogadható** minősítést kapta.

Az ágazatok I.-V. mutatószám csoportjából kialakul a **kockázatának összminősítése**, amely az alábbi:

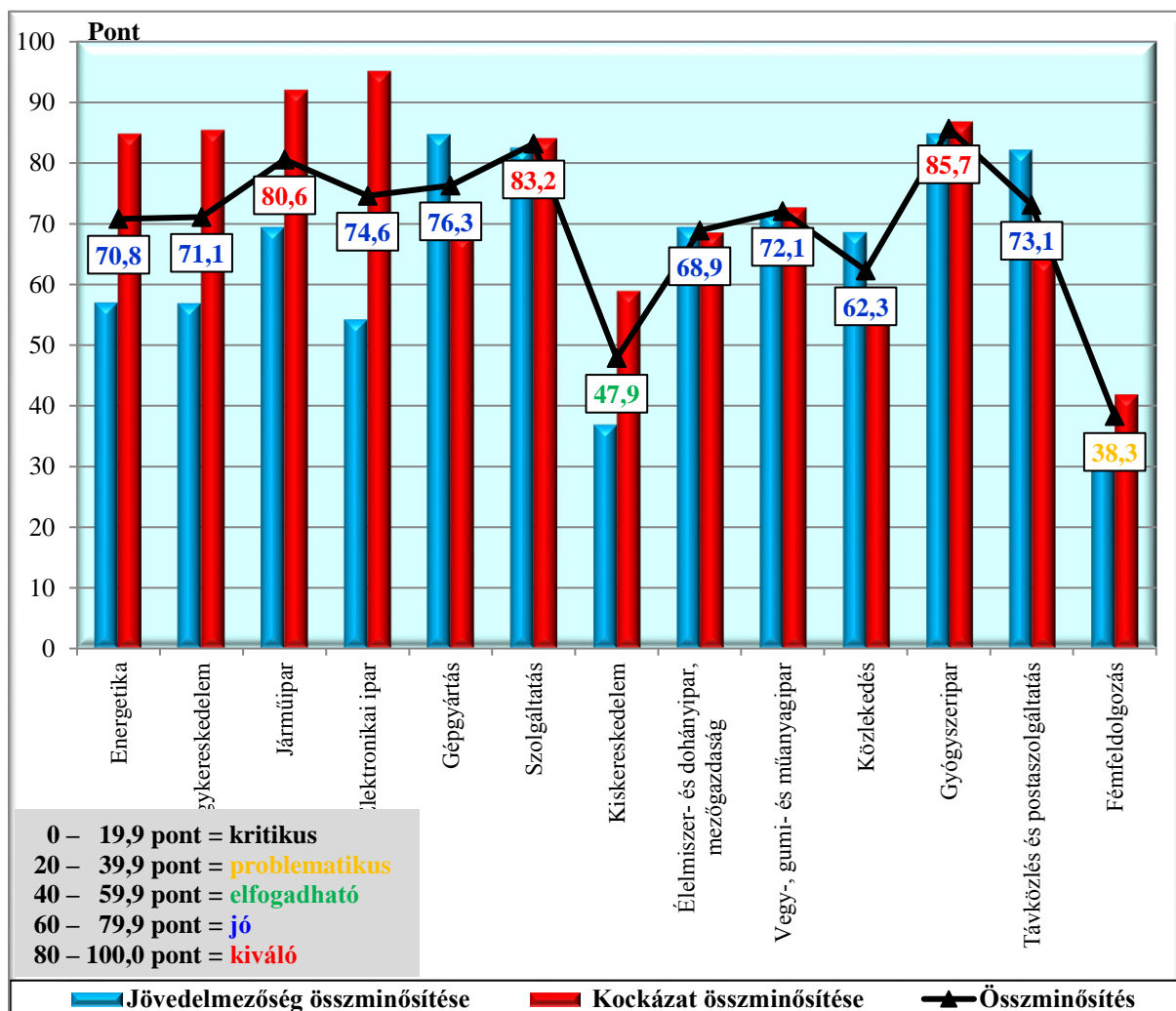
- Elfogadható: közlekedés, fémfeldolgozás.
- Jó: kiskereskedelem, gépgyártás, vegy-, gumi- és műanyagipar, élelmiszer- dohányipar és mezőgazdaság, távközlés és postai szolgáltatás.
- Kiváló: energetika, nagykereskedelem, járműipar, elektronika, szolgáltatás, gyógyszeripar (3-12. ábra).

3-12. ábra: A magyar TOP 100 13 ÁGAZAT KOCKÁZATI összminősítése 2013. évben



Forrás: Katits – Szalka, 2015c.

3-13. ábra: A magyar TOP 100 13 ÁGAZAT összminősítése 2013. évben



Ágazat	ENERGETIKA	NAGYKERESKEDELEM	JÁRMŰIPAR	ELEKTRONIKA	GÉPGYÁRTÁS	SZOLGÁLTATÁS	KISKERESKEDELEM	ÉLELMISZER-, DOHÁNYIP. MG.	VEGY-, GUMI- ÉS MŰANYAGIPAR	KÖZLEKEDÉS	GYÓGYSZERIPAR	TÁVKÖZLÉS- ÉS POSTAI SZOLGÁLT.	FÉMFELDOLGOZÁS
Besorolás	B****	B****	A*	B****	B*****	A*	C**	B**	B****	B*	A**	B****	D*****
Minősítés	B****	B****	A*	B****	B*****	A*	C**	B**	B****	B*	A**	B****	D*****

Forrás: Katits – Szalka, 2015c.

A jövedelmezőségi és kockázati mix alapján egy összminősítés készíthető az ágazatok 2013. évi gazdálkodási teljesítményéről, hasonlóan 0-100 közötti pontszámmal jellemezve (3-13. ábra). Ez az **objektív összértékelés** a következő két lépésből áll:

1. Kiszámítjuk a jövedelmezőségi és kockázati mix teljesítmény-pontjainak átlagát.
2. A szokásos (20-40-60-80-as) küszöb-rendszer segítségével "teljesítménypontozzuk" és betűvel is minősítjük.

Ezt követően közöljük még az összértékelés **finomított besorolását** is, vagyis azt, hogy az elért betű által reprezentált 20 pontos sáv melyik negyedébe esik a kapott pontszám (annyi „csillag”

jelenik meg a betű után). A példa kedvéért „B\*\*” azt jelenti, hogy a cég 65 – 69,9 teljesítménypont tartományban van (3-13. ábra).

### 3.9. A külső finanszírozási kapacitás összetevői és kalkulálása

A külső forrásbevonó képesség vagy a külső forrásszerzési kapacitás 2 alkotórészét már közöltük a 3.1. fejezetben. A következő részekben olyan módszereket adunk közre, amelyek segítik a külső forrásbevonási döntéshozatalt.

#### 3.9.1. Az EFN számításának esetei

A vállalati fellendülés és prosperálás szakaszában jelentkező átmeneti tőkehiány csaknem egyedüli eszköze a külső tőkefelvétel, mivel a cég belső finanszírozási forrásainak felhalmozódása időben lassúbb tempójú a tőkeigény keletkezési üteméhez képest. Így kiemelten fontos a külső vagy pótlólagos tőkeigény ( $EFN = \text{External Funds Needed}$  vagy  $AFN = \text{Additional Funds Needed}$ ) kalkulációjának ismerete. A legegyszerűbb eset az, amikor a rendelésállomány 100%-os kapacitáskihasználtságot jelent a tőkeszerkezet változatlanásával, s

akkor a  $\frac{A}{S_0} \times \Delta S$  árbevétel növekményhez szükséges eszközigény finanszírozását nem teljes mértékben fedezi  $S_1 \times m \times b$  a tervezett árbevétel visszatartott profitja, amit Copeland – Weston szerzőpáros (1988) a (3.2) egyenlet szerint számol:

#### 1. lehetőség – Teljes kapacitáskihasználás és változatlan tőkestruktúra:

$$EFN = \frac{Assets}{Sales_0} \times \Delta Sales - Sales_1 \times \frac{Net Profit}{Sales_0} \times \frac{Retained Profit}{Net profit} = \frac{A}{S_0} \times \Delta S - S_1 \times m \times b \quad (3.2)$$

Amennyiben a cég egy választott tőkeszerkezet mellett szeretné az árbevétel növekményhez szükséges eszközigényt finanszírozni, úgy a (3.3) lesz az EFN nagysága Chandra (2015) szerint:

#### 2. lehetőség – Teljes kapacitáskihasználás és cél-tőkestruktúra:

$$EFN = \frac{A}{S_0} \times \Delta S - \frac{Debt}{S_0} \times \Delta S - S_1 \times m \times b \quad (3.3)$$

Amennyiben a cég egy választott tőkeszerkezet mellett szeretné az árbevétel növekményhez szükséges eszközigényt finanszírozni, de nem teljesül a 100%-os kapacitáslekötés, akkor a (3.4) lesz az EFN nagysága Ehrhardt – Brigham (2016) szerint:

#### 3. lehetőség – Nem teljes kapacitáskihasználtság és cél-tőkestruktúra:

$$S_{FullCapacity} = \frac{S_0}{Percentage\ of\ Capacity} \rightarrow EFN = \frac{A}{S_0} \times \Delta S - \frac{Debt}{S_0} \times \Delta S - S_1 \times m \times b \quad (3.4)$$

Tekintsük a címben feltett kérdés megvalósulásához a következő hazai vállalati esetet adott pénzügyi paraméterek és feltevések mellett!

Egy prosperáló termelő kereskedő családi kisvállalkozás 10 millió HUF hitelt szeretne felvenni, ezért kalkulációkat végez a következő adózási évre. Az árbevétel az egyik tervezet szerint várhatóan 10%-kal növekszik és 330 millió HUF összegre, a másik tervezet szerint

várhatóan 50%-kal növekszik és 450 millió HUF nagyságra emelkedik. A forgóeszköz az árbevétel 25, a tárgyi eszköz 150, a rövid lejáratú hitel 40, a hosszú lejáratú hitel 45 százalékát teszi ki. A vállalat az adózott eredmény 40 százalékát osztalékként kifizeti. A jegyzett tőke állandó, azaz 50 millió HUF. A nettó jövedelmezőségi ráta 12%-os. A céltőkestruktúra 50%. Az elemzést vállalkozás szemléletben és a termelési kapacitás függvényében végezzük. Vajon indokolt-e a 10 millió HUF hitel felvétele teljes, 60 és 80%-os kapacitáskihasználás feltevése mellett? Mindvégig azt feltételezzük, hogy a tulajdonosok nem biztosítanak pótlólagos finanszírozási forrást.

### 1. lehetőség – Teljes kapacitáskihasználás és változatlan tőkestruktúra:

$$EFN = \frac{525}{300} \times 30 - 330 \times 0,12 \times 0,6 = 28,74 \text{ millió HUF}$$

Tehát az (3.2.) kifejezés szerint a családi cégnek – 10%-os árbevétel növekedésénél és a tőkestruktúra változtatása nélkül – közel 29 millió HUF hitelt kellene felvenni a 10 millió HUF helyett.

### 2. lehetőség – Teljes kapacitáskihasználás és 50%-os cél-tőkestruktúra:

$$EFN = (0,25 + 1,5) \times 30 - (0,4 + 0,45) \times 30 - 330 \times 0,12 \times 0,6 = \underline{\underline{3,24 \text{ millió HUF}}}$$

Tehát a (3.3) egyenlet szerint 10%-os árbevétel növekedésénél és 50%-os cél-tőkestruktúra választásával a 10 millió HUF helyett csak 3,24 millió HUF hitelfelvétel szükséges.

### 3. lehetőség – 10%-os az árbevétel növekedési rátája, ami 330 millió HUF árbevétel, 60%-os a kapacitáskihasználtság és 50%-os a cél-tőkestruktúra:

$$S_{\text{Teljes kapacitás}} = \frac{S_0}{\text{Kapacitáskihasználtság}} = \frac{300}{0,6} = 500 \text{ millió HUF}$$

$$EFN = \frac{300}{300} \times 30 - (0,4 + 0,45) \times 30 - 330 \times 0,12 \times 0,6 = \underline{\underline{-19,26 \text{ millió HUF}}}$$

Tehát a (3.4) képlet szerint, ha – árbevételben mérve – az 500 millió HUF kapacitás meghaladja a tervezett 330 millió HUF árbevételt, s a rendelésállomány – szintén árbevételben mérve – a kapacitás 60%-át köti le, akkor a családi cégnek több mint 19 millió HUF finanszírozási forrástöbblete van, s így ezt az összeget felhasználhatja például adósságtörlesztésre vagy éppen a kihasználatlan kapacitását hasznosítja bémunkával és alvállalkozói szolgáltatásnyújtással.

### 4. lehetőség – 50%-os az árbevétel növekedési rátája, ami 450 millió HUF árbevétel, 80%-os a kapacitáskihasználtság és 50%-os a cél-tőkestruktúra:

$$S_{\text{Teljes kapacitás}} = \frac{S_0}{\text{Kapacitáskihasználtság}} = \frac{300}{0,8} = 375 \text{ millió HUF}$$

$$EFN_1 = \frac{300}{300} \times (375 - 300) - (0,4 + 0,45) \times (375 - 300) - 375 \times 0,12 \times 0,6 = \underline{\underline{-15,75 \text{ millió HUF}}}$$

$$EFN_2 = \left( \frac{300}{300} + \frac{225}{375} \right) \times (450 - 375) - (0,4 + 0,45) \times (450 - 375) - 75 \times 0,12 \times 0,6 = \underline{\underline{50,85 \text{ millió HUF}}}$$

$$EFN = -15,75 + 50,85 = \underline{\underline{35,1 \text{ millió HUF}}}$$

Tehát a (3.4) szerint ha – árbevételben mérve – a 375 millió HUF kapacitást meghaladja a tervezett 450 millió HUF árbevételnyi rendelésállomány, akkor a családi cégnek 35,1 millió HUF hiteligénye van az eredetileg tervezett 10 millió HUF hitel helyett. Itt két lépésben jutottunk el a végeredményhez, mert először a létező kapacitáskihasználtság mellett számított

$EFN_1$  nagyságot kellett számolni (a kapacitáskihasználatlanság miatt forrástöbblettel), majd a hiányzó rendelkezésszállomány biztosításához szükséges  $EFN_2$  külső tőkeigény szükséges. Együttvéve 35,1 millió HUF az  $EFN$  nagysága.

A közölt esetelemzés rávilágított arra, hogy a tervezett 10 millió HUF hitelbevonáshoz képest egymástól eltérő külső finanszírozási tőkeigényt kaptunk annak függvényében, hogy milyen mértékű a kapacitáskihasználtság, vajon a családi cég változtat-e a tőkeszerkezeten és mekkora az árbevételnövekedést feltételező rendelkezésszállomány.

Ha a (3.4)  $EFN$  kifejezést nullával tesszük egyenlővé, akkor megkapjuk a következő fejezetben közölt  $SGR$  (*Sustainable Growth Rate*) növekedési rátát.

### 3.9.2. A $SGR$ ráta számítása

A részvénytőke arányos megtérülési ráta ( $ROE = \text{Return on Equity}$ ) és a profit visszatartási ráta ( $b = \text{Retention Rate}$ ) ismeretében az értékesítési árbevételnek olyan százalékos változását kapjuk eredményül, amely mellett a  $Debt/Equity$  arány változatlan marad, miközben nyilvános részvénykibocsátásra sem kerül sor.

Nézzük meg azt, hogy milyen úton jutunk el a végső formuláig!

Az adózott profit ( $NP = \text{Net Profit}$ ) két ága az osztalékfizetési ráta ( $d = \text{Dividend Payout}$ ) ismeretében meghatározható.

Az éves osztalék nagysága:  $NP \times d$ .

Az éves visszatartott profit nagysága:  $NP \times (1 - d) = NP \times b$

Az osztalékfizetési ráta komplementer értéke a profit visszatartási ráta:

$$1 - d = (b = \text{Retention Rate})$$

Ha ezt az értéket megszorozzuk a  $ROE$  saját tőke arányos nettó profittal, akkor megkapjuk azt, hogy mekkora a saját tőke (részvénytőke) növekedése a nettó profit visszatartása, visszaforgatása következtében (Brealey – Myers 1984, 576):

$$G = ROE \times b$$

ahol  $G$  = növekedési ráta (*Growth Rate*)  
 $ROE$  = saját tőkearányos nettó profit (*Return on Equity*)<sup>9</sup>  
 $b$  = profit visszatartási ráta (*Retention Rate*)

Például:  $G = 0,2 \times 0,6 = 0,12 \Rightarrow 12\%$

Ezek szerint, ha a cég továbbra is képes a 20%-os  $ROE$ -t tartani és ha adózott profitjának 60%-át továbbra sem osztja fel, akkor részvénytőkéje évi 12%-kal fog növekedni. Tehát a növekedési rátát közvetlenül befolyásolja a  $ROE$  és a  $b$ . Ennek a két tényezőnek az értéke minél magasabb, annál nagyobb a növekedési ráta.

A  $ROE$  nagyságát három alapvető tényező befolyásolja (Copeland – Weston 1988, 201):

$$ROE = \frac{S}{A} \times \frac{NP}{S} \times \frac{A}{E} = T \times m \times L$$

<sup>9</sup> Szinonimaként használjuk a saját tőke arányos nettó profit és a részvénytőke-arányos nettó profit, ugyanúgy a saját tőke arányos megtérülési ráta és a részvénytőke-arányos megtérülési ráta kifejezéseket.

ahol  $\frac{S}{A}$  = eszközarányos megtérülés ( $T = \text{Assets Turnover}$ )

$\frac{NP}{S}$  = nettó profithányad ( $m = \text{Margin on Sales}$ )

$\frac{A}{S}$  = finanszírozási áttétel ( $L = \text{Financial Leverage}$ )

$A = D + E$ , az alapvető mérlegegyezőség szerint eszközök = források ( $Debt$  = idegen tőke,  $Equity$  = részvénytőke)

Például:

$$ROE = T \times m \times L = 2 \times 0,05 \times 2 = 0,2 \Rightarrow 20\%$$

Vagyis, ha a vállalat birtokában levő eszközökre kétszer annyi értékesítés jut és ennek az értékesítési árbevételnek csak 1/20-nyi része adózott profit, valamint az ösztőke fele kölcsöntőke, akkor a  $ROE$  20%-os. Tehát a három tényező növekedése a  $ROE$ -t növeli, ezáltal a saját tőke is emelkedik. A  $ROE$ -t befolyásoló tényezők közül a finanszírozási áttétel ( $L$ ) jelzi azt, hogy milyen a vállalat  $D/E$  aránya. Amikor pedig a  $G$  növekedési rátát kiszámoljuk, akkor azt feltételezzük – határozatlan időre – hogy a tőkestruktúra változatlan. Innen ered a **fenntartható növekedés rátája** elnevezés (Babcock 1970), mivel a **társaságnak az a növekedési rátája, amelyet extern részvénytőke növelése nélkül ér el, miközben változatlan marad a tőkestruktúrája.**

A fenntartható növekedés rátája egyszerűen a  $ROE$  és a  $b$  segítségével meghatározható:

$$SGR = ROE \times b = \frac{S}{A} \times \frac{NP}{S} \times \frac{A}{E} \times b = T \times m \times L \times b \quad (3.5)$$

ahol  $SGR$  = fenntartható növekedés rátája (**Sustainable Growth Rate**)

$T$  = eszközarányos értékesítés (**Assets Turnover**)

$m$  = nettó profithányad (**Margin on Sales**)

$L$  = finanszírozási áttétel (**Financial Gearing**)

$b$  = profit visszatartási ráta (**Retention Rate**)

Például:

$$SGR = 2 \times 0,05 \times 2 \times 0,6 = 0,12 \Rightarrow 12\%$$

Most már tudjuk azt is, hogy ezt a 12%-os **növekedési rátát** milyen **tényezők befolyásolják.** Az **eszközarányos értékesítés** ( $T$ ) a társaság birtokában levő összes eszköz hatékonyságát mutatja. A **nettó profithányad** ( $m$ ) azt jelzi, hogy a cég az árbevétel mekkora részét fordíthatja osztalék kifizetésére, tőketörlesztésre vagy új befektetésre. (A példa szerint az értékesítési árbevételből a cég megtarthatott és felhasználhatott 5%-ot az összes működési költség, a kamat és a társasági adó levonása után.) A **finanszírozási áttétel** ( $L$ ) a finanszírozási döntéshozatal kulcstényezője. A **profit visszatartási ráta** ( $b$ ) visszatükrözi a nettó profitból a belső (ön)finanszírozás mértékét.

Tovább boncolgatva a fenntartható növekedési ráta összetevőit, felírhatjuk a következőket is:

$$SGR = \frac{EBIT}{S} \times \frac{S}{A} \times \frac{A}{E} \times b = ROA \times \left(1 + \frac{D}{E}\right) \times b \quad (3.6)$$

ahol  $EBIT$  = kamat- és adófizetés előtti profit (**Earnings before Interest and Taxes**)

$S$  = értékesítési árbevétel (**Sales**)

$A$  = összes eszköz (**Assets**)

$E$  = saját tőke (*Equity*)  
 $ROA$  = eszközarányos megtérülési ráta (*Return on Assets*)

$\frac{D}{E}$  = idegen tőke/saját tőke  $\left(\frac{Debt}{Equity}\right)$

$A = D + E$  = összes eszköz = összes tőke

Ebben az esetben az eszközhatékonyságot nettó profit helyett a működési profittal (*EBIT*-tel) mérjük, mivel a *ROA* funkciója az eszközök profittermelő képességének, s nem a kölcsöntőke finanszírozás költségének – nevezetesen a kamat mértékének – megállapítása, így a kamat- és adófizetés előtti bázison folytatjuk vizsgálódásainkat. Amennyiben a részvénytársaság nem tervez új részvénykibocsátást, sőt óvakodik egy új részvényes tábor kialakulásától, de növekedést tervez, úgy a (3.5)-(3.6) egyenletekben megadott tényezők növelésére kényszerül. Mivel a vállalatnak fontos átfogóan gondolkodni saját növekedéséről azért, hogy az finanszírozható legyen, a pénzügyi tervezés időszakában hasznos paraméter a fenntartható növekedés rátája. A megtervezett expanziós programnak ugyanis eleget kell tenni finanszírozási követelményeknek.

Nevezetesen:

- a társasági adóteher kifizetése;
- a meglévő tőkestruktúrában szereplő kölcsöntőke kamatának fizetése;
- az osztalékfizetési várakozások teljesítése;
- adott mértékű önfinanszírozási arány elérése;
- a vállalat által fenntartani kívánt fizetőképességi arány.

Ha a **3-14. ábrában** bemutatott felbontást szemügyre vesszük, akkor a finanszírozási követelményeknek való megfelelés mellett azt is megvizsgálhatjuk, hogy a különböző tevékenységi-gazdálkodási területek miként befolyásolják a fenntartható növekedés rátáját (módosítva Pricer 1993):

**3-14. ábra: A fenntartható növekedési rátának a befolyásoló tényezői**

$$SGR = \frac{F}{S} \times \frac{EBIT}{F} \times \frac{S}{A} \times \frac{EBT}{EBIT} \times \frac{A}{E} \times \frac{NP}{EBT} \times (1-d) = ROE \times b$$

$\swarrow$     $\downarrow$     $\downarrow$     $\downarrow$     $\downarrow$     $\searrow$   
Működési      Finanszírozási    Adózási      Osztalékfizetési  
profithányad      áttétel      hatás      hatás  
 $\downarrow$     $\downarrow$     $\downarrow$   
Eszközarányos megtérülés (*BEP*)

*Forrás:* Saját szerkesztés

A **3-14. ábra** jelöléseinek magyarázata:

$F$  = fedezet (=  $FC + EBIT$ )       $S$  = értékesítési árbevétel (*Sales*)

$\frac{F}{S}$  = fedezeti hányad (Contribution Margin)

*EBIT* = kamat- és adófizetés előtti profit (*Earnings before Interest and Taxes*)

$A$  = összes eszköz (*Assets*)

*EBT* = adófizetés előtti profit (*Earnings before Taxes*)

$E$  = saját tőke vagy részvénytőke (*Equity*)

*NP* = nettó profit (*Net Profit*)       $d$  = osztalékfizetési ráta (*Dividend Payout*)

$b$  = profit visszatartási ráta (*Retention Rate*)

*BEP* = *Basic Earning Power* ( $EBIT/Sales$ )



A fentiek szerint a *SGR* növekedési rátára befolyást gyakorló tényezőket számszerűsíteni tudjuk. Ha jól belegondolunk, akkor az egyes tevékenységi-gazdálkodási területek hatásai is kimutathatók, vagy éppen fordítva, ha megtervezzük a növekedési rátát, akkor ebből levezethetők a tevékenységi-gazdálkodási területekre vonatkoztatott reális alternatívák és még érzékenységi vizsgálatot is végezhetünk.

Ez a növekedési ráta azonban nemcsak **pénzügyi tervezési paraméter**, hanem a pénzügyi elemzésnél is jól használható. Megítélhetjük a vizsgált időszak üzletmenetének eredményét (fedezeti és működési hányad, adózási hatás, az eszközök árbevétel generáló képességét), az eszközökbe fektetett tőke megtérülését (*ROA*), a finanszírozási cash flow alakulását (kamat- és osztalékfizetés mértéke, a részvénytőke emelkedett vagy csökkent az ösztőkén belül  $\Rightarrow$  *Assets/Equity*). Mindezt elvégezhetjük idősoros és keresztmetszeti elemzés keretében, amelyhez vállalati mérleg- és eredménykimutatásra van szükségünk.

A fenntartható növekedés rátáját periódusról-periódusra is meghatározhatjuk (Ross – Westerfield 1988, Chandra 2015). A feltételek az alábbiak:

1. A vállalat eszközeinek növekedése arányos az értékesítési árbevétel emelkedésével. A növekedés ténye ugyanis pótlólagos eszközbevonást igényel.
2. A nettó profit az értékesítési árbevétel konstans aránya.
3. Adottnak tekintjük a vállalat osztalékfizetési politikáját és tőkestruktúráját.
4. A vállalat nem változtatja meg kintlevő részvényeinek számát, vagyis nincsen extern részvénytőke növelés.

Azt a növekedési rátát határozzuk meg, amely konzisztens az előző feltételekkel. A meghatározás a következő változókkal történik:

$$T^* = \frac{\text{Összeseszköz}}{\text{Értékesítési árbevétel}} \left( \frac{A}{S} = \text{eszközintenzitási ráta, a } T \text{ inverze} \right),$$

$$m = \text{nettó profithányad} \left( \frac{NP}{S} \right) \quad d = \text{osztalékfizetési ráta}$$

$$(1 - d) = b = \text{profit visszatartási ráta}$$

$$L = \text{finanszírozási áttétel} \left( \frac{D}{E} \right)$$

$$S_0 = \text{tárgyév értékesítési árbevétele (az eredménykimutatás tényadata)}$$

$$S_1 = \text{tervezett értékesítési árbevétel}$$

$$\Delta S = \text{az értékesítési árbevétel növekménye}$$

$$RE = \text{visszatartott profit} =$$

$$= \text{nettóprofit} \times \text{profit visszatartásirata} = S_1 \times m \times b$$

$$NP = \text{nettó profit} = S_1 \times m$$

Amennyiben a vállalat  $\Delta S$  mértékben növeli értékesítését, úgy eszközeit  $T^* \times \Delta S$  nagyságban kell, hogy növelje. A vállalat csak belső forrásból, vagyis visszatartott profitból fejlődhet. A visszatartott profit függ a következő évi értékesítési árbevételtől ( $S_1$ ), az osztalékfizetési rátától ( $d$ ) és a nettó profithányadtól ( $m$ ).

Az új részvénytőke (intern részvénytőke növelés):

$$S_1 \times m \times (1 - d) = S_1 \times m \times b$$

Az idegen tőke nagysága (az ösztőkén belüli aránya változatlan):

$$[S_1 \times m \times (1 - d)] \times L = (S_1 \times m \times b) \times L$$

Az eszköznövekmény:

$$T^* \times \Delta S$$

A mérlegegyezőség analógiájára, az eszköznövekmény azonos a két forrás összegével:

$$T^* \times \Delta S = (S_1 \times m \times b) + (S_1 \times m \times b) \times L$$

$$T^* \times \Delta S = (S_1 \times m \times b) \times (1 + L)$$

Ha  $S_1 - S_0 = \Delta S$ , akkor  $S_1 = \Delta S + S_0$ , s ezek szerint:

$$T^* \times \Delta S = S_0 \times m \times b \times (1 + L) + \Delta S \times m \times b \times (1 + L)$$

$$\Delta S \times [T^* - m \times b \times (1 + L)] = S_0 \times m \times b \times (1 + L)$$

$$\frac{\Delta S}{S_0} = \frac{m \times b \times (1 + L)}{T^* - m \times b \times (1 + L)}$$

A  $\frac{\Delta S}{S_0}$  az értékesítési árbevétel növekedési rátája, azaz a vállalat fenntartható növekedési rátája

(Higgins 1981). Tehát adott nettó profithányad  $\left(m = \frac{NP}{S}\right)$ , profit visszatartási ráta ( $b$ ),

$\frac{\text{kölsöntőke}}{\text{részvénytőke}}$  arány  $\left(L = \frac{D}{E}\right)$  és eszközintenzitási ráta  $\left(T^* = \frac{A}{S}\right)$  mellett az értékesítési árbevétel növekedési rátája az egyenlet szerint determinált. Ez az egyenlet kifejtve (a  $\Delta S/S_0$  hányadost  $SGR$ -val jelölve):

$$SGR = \frac{\frac{NP}{S} \times b \times \left(1 + \frac{D}{E}\right)}{\frac{A}{S} - \frac{NP}{S} \times b \times \left(1 + \frac{D}{E}\right)}$$

S-sel egyszerűsítve és felhasználva az  $A = D + E$  mérlegazonosságot:

$$SGR = \frac{NP \times b \times \left(1 + \frac{D}{E}\right)}{(D + E) - NP \times b \times \left(1 + \frac{D}{E}\right)}$$

$E$ -vel osztunk és a nevezőben kiemeljük az  $\frac{A}{E}$  hányadost:

$$SGR = \frac{\frac{NP}{E} \times b \times \frac{A}{E}}{\frac{A}{E} \times \left(1 - \frac{NP}{E} \times b\right)}$$

Az  $\frac{A}{E}$  hányadossal egyszerűsítünk:

$$SGR = \frac{\frac{NP}{E} \times b}{1 - \frac{NP}{E} \times b} = \frac{ROE \times b}{1 - ROE \times b}$$

$$SGR = \frac{ROE \times b}{1 - ROE \times b}$$

Tehát a **saját tőke arányos megtérülési ráta (ROE) és a profit visszatartási ráta (b) ismeretében évről évre kiszámíthatjuk a SGR növekedési rátát**. Ha az értékesítési árbevétel növekedési rátája nagyobb, mint a fenntartható növekedés rátája, akkor a vállalat kénytelen csökkenteni az osztalékfizetést ( $d$ ), emelni a nettó profithányadot ( $m$ ), növelni a finanszírozási áttételt ( $L$ ) és eszközintenzitást ( $T^*$ ), vagy pedig új részvénytőke bevonására kényszerül. Külső finanszírozási igény lép fel.

Ha a közölt példa adatait kiegészítjük azzal, hogy az 50 millió HUF eszközérték felét saját tőke, másik felét idegen tőke finanszírozza, akkor a  $D/E$  arány  $25/25 = 1/1$ , s így az értékesítési árbevétel  $SGR$  növekedési rátája 20,2%-os lesz.

A **SGR és a 3.8.2. fejezetben közölt IGR növekedési ráta** a pénzügyi tervezésnek, elemzésnek és ellenőrzésnek jelentős és hasznos indikátora. A **pénzügyi tervezés**kor ez a ráta segédeszköz a tervezett mérleg és eredménykimutatás elkészítéséhez és erre alapozva megkönnyíti a *cash flow* és a *fund flow* tervezését is. A **pénzügyi elemzés**nél pedig azért célszerű használni, mert a növekedési ráta befolyásoló tényezői ismeretében gyorsan felismerhetjük a cég erős és gyenge pontjait. A vállalati átvilágításnál az elemzők könnyen felismerhetik, hogy a probléma a hatékonysággal vagy a jövedelmezőséggel van, vagy éppen a folyó expanziós program nincsen összhangban a finanszírozók igényeivel. **Pénzügyi ellenőrzés**nél a közölt alapösszefüggések jelzik számunkra a finanszírozási szűk keresztmetszeteket és azt, hogy a vállalati éves beszámoló melyik részét tanulmányozzák át. Például ha azt látjuk, hogy a hatékonysággal

$\left(\frac{S}{A}, ROA\right)$  van a baj, akkor szemügyre kell vennünk az aktíva számlákat és meg kell keresnünk

a mérleg különbségeket. Egy másik példa: ha a  $SGR$  növekedési rátát közvetlenül befolyásoló ROE összetevőit vizsgáljuk, és azt látjuk, hogy a  $ROA$  mutató és az összes eszköz/saját tőke

$\left(\frac{A}{E}\right)$  aránya között nagy a különbség, akkor arra következtethetünk, hogy a vállalat kisebb

részét finanszírozták saját tőkével, azaz jelentős az adósság ( $D$ ) aránya. Ez pedig felhívja a figyelmet arra, hogy tekintettel kell lenni a vállalat fizetőképességére, illetve a finanszírozási függetlenség vállalat által fenntartandó fokára. Ellenőrizhetjük azt is, vajon az értékesítési árbevétel növelése igényel a produktív kapacitásokba irányuló beruházást vagy pedig nem.

Végül pedig megemlítenénk még egy praktikus lehetőséget. A fenntartható növekedési ráta és az azt meghaladó növekedési ütemet finanszírozó külső alapok igényének ( $EFN$ ) meghatározása az **üzleti terv készítésénél a hitelkérelem megalapozását** szolgálhatja.

A felsorolt példák is bizonyítják a **fenntartható növekedésre, a vállalati jövedelmezőségre és finanszírozásra vonatkozó elvárások közötti összhang** megteremtését. Ezt nem nélkülözhetjük a pénzügyi tervezés-elemzés-ellenőrzés fázisaiban. Az itt közölt levezetések és összefüggések megteremtik a közvetlen interakciót a fázisok között, ezért könnyen beépíthetők a meglévő üzleti és pénzügyi modulokba. Mindez számítógépes háttérrel gyorsan megvalósítható és elősegíti a pénzügyi döntések megalapozását.

A **külső finanszírozási igény** alkalmas az üzleti vállalkozás rövid távon bekövetkező finanszírozási igényének előrejelzésére. A *SGR* növekedési ráta és az *EFN* számítása segíti behatárolni a cég finanszírozói kapacitását. Ezután mindenképpen mérlegelni kell azt, hogy milyen feltételei vannak az ideiglenes és tartós tőkebevonásnak, azaz kötvényt vagy részvényt bocsásson-e ki a társaság. Ilyen körülmények között érdemes a következő növekedési rátát számszerűsíteni.

### 3.9.3. A *FGR* ráta számítása

A pénzügyi menedzsernek nemcsak megfelelő finanszírozási alapok után kell nézni, hanem figyelembe kell venni a **növekedésre**, a **jövedelmezőségre** és a **finanszírozásra** vonatkozó elvárások közötti **összhang** megteremtését. Például a külső tőkealapok bevonása könnyen vezethet a pénzügyi függetlenség elvesztéséhez, megrendülhet a likviditási pozíció, mert nem történt meg a profitvárakozások és az osztalékpolitika számításba vétele. Ez a példa is igazolja azt, hogy fel kell tárni és vizsgálni kell a növekedés és az azt finanszírozni képes vállalati megtérülés közötti összefüggéseket. Amennyiben **megengedjük a nyilvános részvénykibocsátás lehetőségét és ezáltal összhangot szeretnénk teremteni a pénzügyi hozamerő és a részesedés-finanszírozási potenciál, valamint az adósságkapacitás nagysága között**, úgy a **finanszírozható növekedés rátájának** (*FGR = Financeable Growth Rate*) számításával ezt megtehetjük. A *FGR* növekedési ráta az árbevételnek az a növekedési rátája, amely mellett a cég saját tőkéje a visszatartott profittal növekszik, teljesül a kamat-, a társasági adó- és az osztalékfizetés egy választott tőkesztruktúra függvényében (részletesen Vanlommel 1993 és Katits 2007) a következő változók alkalmazásával (módosítva Vanlommel 1993):

*NSR* = Nettó értékesítési árbevétel (*Net Sales Revenue*)

*G* = Nettó értékesítési árbevétel növekedési rátája (*Growth Rate of Net Sales Revenue*)

*s* = önfinanszírozási arány (*Self Financing Ratio*), amely a belső részvénytőke növelés mértékére utal. Értéke 1, ha teljes mértékben visszatartott profit finanszírozza a részvénytőke növekedését ( $0 \leq s \leq 1$ ).

*l* = az osztótkén belül a részvénytőke aránya

*e* = a vállalat által fenntartani kívánt fizetőképességi arány (*Solvency Rate*), amely a

$\frac{Equity}{Debt + Equity}$  hányadossal fejezhető ki.

*T<sub>C</sub>* = társasági adórata

*d* = osztalékfizetési ráta

A növekedéshez szükséges **finanszírozási alapok nagysága**:  $G \times K$ . Ha a vállalat fenn kívánja tartani a fizetőképességi arányt (*e*) és *T<sub>C</sub>* adórátaival számolunk, akkor a **visszatartott profit**

**nagysága**:  $\frac{I}{1 - T_C} \times e \times G \times K \times s$  (adózás előtti bázison számolva)

Az *l* részvénytőke aránya és *d* osztalékfizetési ráta mellett az **osztalék nagysága**:

$$d \times l \times K \times \frac{I}{1 - T_C}$$

Az előző kettő összegére alapozva, felírhatjuk a **részvénytőke megtérülési rátáját**:

$$R_E = \frac{I}{1 - T_C} \times \left[ \frac{K \times (d \times l + e \times G \times s)}{e \times K} \right] \quad (3.7)$$

ahol  $e \times K$  = a részvénytőke aránya az osztótkén belül (azonos *l*-l).

A (3.7) kifejezést egyszerűsítve  $K$ -val és átrendezve:

$$R_E = \frac{I}{1-T_C} \times \left( d \times l \times \frac{I}{e} + s \times G \right)$$

Az ösztőkét alkotó másik komponens az idegen tőke ( $D$ ), megtérülési rátáját ( $R_D$ ) figyelembe véve az alábbi módon írhatjuk fel az **össztőke megtérülési rátáját**:

$$R = e \times R_E + (1-e) \times R_D \quad (\text{Ekvivalens Modigliani-Miller tételeivel.})$$

Kifejtve:

$$R = \frac{I}{1-T_C} \times (d \times l + e \times s \times G) + (1-e) \times R_D \quad (3.8)$$

Az  $R$  megtérülési ráta az összes eszközre vonatkoztatott globális megtérülési arány számszerűsíti, ahol a megtérülést a kamat- és adófizetés előtti jövedelemmel ( $EBIT$ ) mérjük. Az  $R$  megtérülési ráta elérésével a társaság finanszírozni tudja a  $G$  növekedési rátát.

Például:

Az árbevétel tervezett növekedési rátája	$G$	= 20%
Az osztalékfizetés tervezett rátája	$d$	= 40%
A részvénytőke aránya az ösztőkén belül	$l$	= 0,5
Az önfinanszírozási arány	$s$	= 1
A fenntartani kívánt fizetőképességi arány	$e$	= 0,4
Társasági adórata	$T_C$	= 9%
Kamatfizetési ráta	$R_D$	= 20%

$$R = \frac{EBIT}{\text{Total Assets}} = \frac{1}{1-0,09} \times (0,4 \times 0,5 + 0,4 \times 1 \times 0,2) + (1-0,4) \times 0,2 \approx 0,43 = 43\%$$

Tehát a vállalatnak 43%-os globális megtérülési rátát kell elérni az ösztökre vetítve ahhoz, hogy a finanszírozni tudja a 20%-os árbevétel növekedést.

Ezen a ponton ismét érdemes hangsúlyozni – most már bizonyítottan – azt, hogy a **menedzsmentnek átfogóan kell gondolkodni saját növekedéséről azért, hogy az a külső részvénytőke növelése nélkül finanszírozható legyen**. Amennyiben a vállalat ezt a megtérülést eléri, úgy a következő igényeket és elvárásokat tudja teljesíteni:

- Az értékesítési árbevétel növelése ( $G$ ).
- A hitel kamatának kifizetése ( $R_D$ ).
- A társasági adóteher kiegyenlítése ( $T_C$ ).
- Az osztalékfizetési elvárások teljesítése ( $d$ ).
- A fizetőképességi arány megtartása ( $e$ ).
- Az önfinanszírozási arány biztosítása ( $s$ ).

Kisebb megtérülési rátánál a fenti célok sérülnek. A társaság a megcélzott fizetőképességi arányt és pénzügyi függetlenségét elveszti, újabb hitelfelvételre és/vagy nyilvános részvénykibocsátásra kényszerül, hacsak nem éri be mérsékeltebb növekedési rátával.

Ezek után feltehetjük a következő kérdést. Milyen mértékű növekedést érhet el a cég, amely teljesítené az elvárásokat és az igényeket ( $R_D, T_C, d, e, s$ )? Másképpen fogalmazva: ha

megtervezzük a következő periódus megtérülési rátáját  $\left(R = \frac{EBIT}{A}\right)$ , akkor ebből levezethető a cégre vonatkoztatott **FGR finanszírozható növekedés rátája**<sup>10</sup>:

$$FGR = \frac{\left[ R - \frac{d \times l}{1 - T_C} - (1 - e) \times R_D \right] \times (1 - T_C)}{e \times s}$$

A fenti egyenlet számlálójában az adózott hozam szerepel, amikor is az eszközökön nyert globális megtérülési rátából levonjuk az osztalék és a kamat nagyságát, természetesen ügyelve az adókorrekcióra. A nevezőben pedig az adott esetben fenntartani kívánt fizetőképességi arány (e) és az önfinanszírozási arány (s) szorzata szerepel. Ez azt jelenti, hogy **ha az aktuális növekedési ráta meghaladja a FGR finanszírozható növekedési rátát, akkor vállalkozásunk nem tud eleget tenni fizetési kötelezettségeinek, pénzügyi biztonsága és önfinanszírozó kapacitása számára kedvezőtlenre fordul.**

### 3.10. A vállalati növekedés négy pénzügyi forgatókönyve

A vállalati növekedés négy pénzügyi forgatókönyvét a 3.9.1. fejezetben közölt hazai családi vállalkozás esetére készítjük el adott pénzügyi paraméterek és feltevések mellett. A négy forgatókönyvet az árbevétel *IGR*, *SGR*, *SFGR* és *FGR* növekedési ráták ismeretében készítjük.

Egy prosperáló termelő-kereskedő családi kisvállalkozás 10 millió HUF hitelt szeretne felvenni, ezért kalkulációkat végez a következő adózási évre. Az árbevétel az egyik tervezet szerint várhatóan 10%-kal növekszik és 330 millió HUF összegre, a másik tervezet szerint várhatóan 50%-kal növekszik és 450 millió nagyságra emelkedik. Az összes eszköz nagysága 525 millió HUF, amelyből a saját tőke 270 millió HUF. A vállalat az adózott eredmény 40 százalékát osztalékként kifizeti. A jegyzett tőke nagysága állandó, azaz 50 millió HUF. A nettó jövedelmezőségi ráta 12%-os. A cél-tőkestruktúra 50%. A készletlektési idő átlagosan 20 nap, a vevő pedig átlagosan 30 nap alatt utalja át az ellenértéket. Kamatfizetési ráta 18%-os és az önfinanszírozási arány értéke 1, amely a belső saját tőke növelés mértékére utal. A társasági adóráta 9%-os.

Ha egyrészt számszerűsítettük belső finanszírozási erő összetevőinek nagyságát, másrészt pedig a pótlólagos finanszírozási igényt, akkor már kalkulálhatjuk az árbevétel növekedési rátákat.

<sup>10</sup> Kiindulunk a (3.8) egyenletből:

$$R = \frac{l}{1 - T_C} \times [d \times l + e \times s \times G] + (1 - e) \times R_D$$

A zárójelet felbontva:

$$R = \frac{d \times l}{1 - T_C} + \frac{e \times s \times G}{1 - T_C} + (1 - e) \times R_D$$

G-re rendezve: 
$$G = \frac{\left[ R - \frac{d \times l}{1 - T_C} - (1 - e) \times R_D \right] \times (1 - T_C)}{e \times s}$$

$$IGR = \frac{\frac{36}{525} \times 0,6}{1 - \frac{36}{525} \times 0,6} \times 100 \approx \underline{\underline{4\%}}$$

Tehát a (3.1) kifejezés szerint maximum 4%-kal lehet növelni az árbevételt mérleg szerinti eredményből.

$$SGR = \frac{\frac{36}{270} \times 0,6}{1 - \frac{36}{270} \times 0,6} \times 100 \approx \underline{\underline{9\%}}$$

Tehát maximum 9%-kal lehet növelni az árbevételt a tőkeszerkezet fenntartása mellett.

$$\frac{\frac{60}{300}}{20 + 30} = 0,4\% \text{ SFGR } OCC \text{ -ként } (SFGR_{OCC}) \quad \frac{365}{50} \approx 7 \text{ száma éves szinten } (OCC_n)$$

$$SFGR = \left[ (1 + 0,004)^7 - 1 \right] \times 100 \approx 3\%$$

Tehát maximum 3%-kal lehet növelni az árbevételt a szabadon rendelkezésre álló forrásokból adott OCC mellett külső forrásbevonás és tőke kivonás nélkül.

$$FGR = \frac{\left[ 0,35 - \frac{0,4 \times 0,5}{1 - 0,09} - (1 - 0,5) \times 0,18 \right] \times (1 - 0,09)}{0,5 \times 1} \times 100 \approx \underline{\underline{7\%}}$$

Tehát maximum 7%-kal lehet növelni az árbevételt adott eszközarányos megtérülési ráta, meglévő saját tőkearányra jutó osztalékfizetési ráta, adott idegen tőkére jutó átlagos kamatfizetési ráta, marginális társasági adórata és belülről történő saját tőke növelés függvényében.

A **3-10. táblázat** szemlélteti a 4 növekedési rátával számolt árbevétel, 12%-os nettó profithányad, a 300 millió HUF hitelállományra jutó átlagosan 18%-os kamatfizetés és 9%-os marginális társasági adófizetés függvényében az osztalékfizetés és a tiszta profit nagyságát. Itt azt látjuk, hogy a FGR finanszírozható növekedés teljesülése esetén lehet elérni a legnagyobb NSR nagyságot több mint 70%-os működési költséghányaddal (OC/NSR).

**3-10. táblázat: Az eredménykimutatás főbb sorai a 4 növekedési ráta függvényében**  
(millió HUF)

Megnevezés	IGR	SGR	FGR	SFGR
NSR	312,000	318,000	321,000	309,000
OC	224,857	230,066	232,670	222,253
Kamatfizetés	46,000	46,000	46,000	46,000
EBT	41,143	41,934	42,330	40,747
Marginális adófizetés	4,703	3,774	3,810	3,667
NP	37,440	38,160	38,520	37,080
Osztalék	14,976	15,264	15,408	14,832
Tiszta profit	22,464	22,896	23,112	22,248

Forrás: Saját számításokon alapuló szerkesztés

### 3.11. Az operatív finanszírozási igény építőkövei

Amennyiben az egy éven belüli forrasszerzéssel egybekötött eszközhatékonyságot szeretnénk vizsgálni, úgy az már átvezet bennünket az operatív finanszírozási igény építőköveinek elemzéséhez (**3-15. ábra**):

1. A működési cash ciklus.
  2. A forgási idő.
  3. „A vevő finanszírozza a szállítót!”
  4. A finanszírozási idő.
  5. Pozitív és likvid forgótőke.
  6. Az időtartam mutatószám.
- + Cégekockázati faktorok (értékesítési, üzleti, likviditási és cégkockázat).

**3-15. ábra: Az operatív finanszírozási igényépítőkövei**



Forrás: Saját szerkesztés

#### 3.11.1. A működési cash ciklus

A **működési cash ciklus** ( $OCC = Operating\ Cash\ Cycles$ ) az az **időperiódus**, amelyben a vállalkozás pénzügyi forrásai a (vásárolt és saját termelésű) raktárkészletben, továbbá a többi forgótőke elemekben lekötvé vannak, mielőtt követné a pénzbeáramlás az értékesítés, illetve a nyújtott szolgáltatás következményeként. Az  $OCC$  idejét a készlettartás idejének ( $DIH = Days\ Inventory\ Held$ ) és a vevői követelések behajtási idejének ( $DSO = Days\ Sales\ Outstanding$ ) összege adja, amelyeket a mérleg és az eredménykimutatás tételeinek számításával nyerjük, vagyis  $OCC = DIH + DSO$ .

A következőkben korábban közölt **3-9. ábra** tartalmát számokkal alátámasztva elemezzük a TOP 100 járműipari cégeit a **3-16. ábra** alapján.

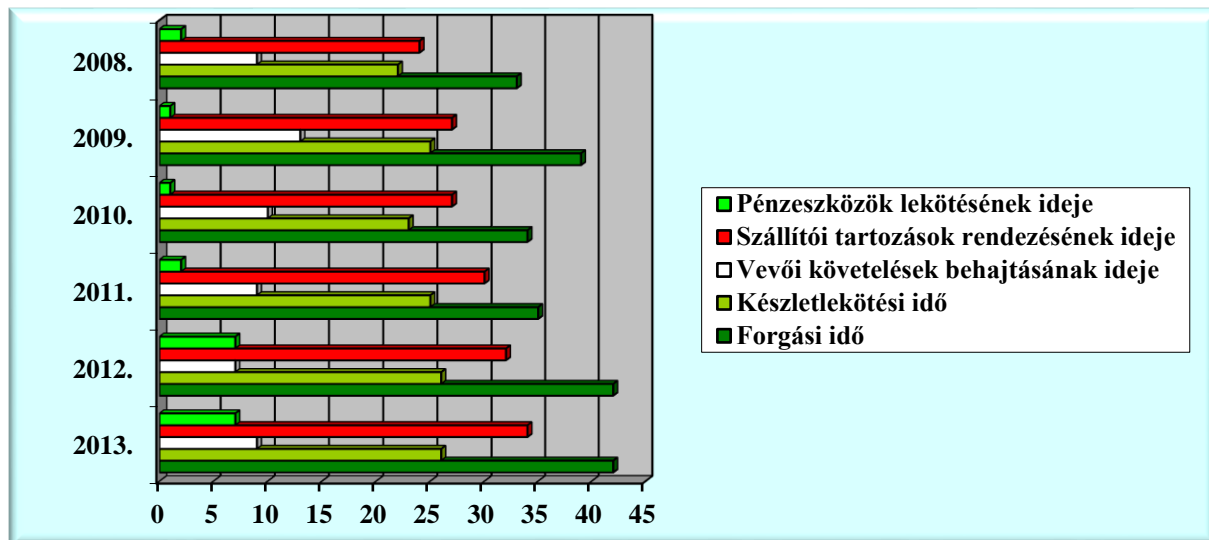
#### 3.11.2. A forgási idő

A vizsgált időtartam alatt **nem javult a készletgazdálkodás hatékonysága**, mert a készletekben levő pénz leköttési ideje mérsékelten emelkedő tendenciát mutat. **Javasoljuk a készletek csökkentését, a készlet felhalmozódás visszafogását a logisztikai folyamatok**



**összehangolásával.** A készletlekötési idők alakulásának vizsgálatán kívül fontos a vevői követelések behajtási idejének tanulmányozása is. **Az utóbbi években, a járműipari ágazatban, a vevő 10 nap alatt már fizetett.** A pénzeszközök lekötésének ideje azt mutatja meg, hogy az ágazat mennyi idő múlva használja fel a vevőktől kapott ellenértéket a készletek újra beszerzésére. A pénzeszközök lekötésének ideje azt mutatja meg, hogy az ágazat mennyi idő múlva használja fel a vevőktől kapott ellenértéket a készletek újra beszerzésére. Ha ez az érték kicsi, akkor arra gondolhatunk, hogy a hasznot hozó ügylet realizálása érdekében, minél hamarabb felhasználják a számlán levő pénzeszközöt készlet vásárlására.

**3-16. ábra: A magyar TOP 100 JÁRMŰIPAR ágazat forgási ideje és összetevőinek, valamint a szállítói tartozások rendezési idejének alakulása 2008-2013 között (napokban)**



*Forrás: Katits – Kucséber – Szalka, 2014.*

A **3-16. ábra** szerint a **pénzeszközök lekötésének ideje emelkedett** a vizsgált ötéves időtartam alatt. Amennyiben ez a pénzlekötési idő azért növekedett, mert a pénzeszközöket likvid formában tartották, úgy kedvezőnek ítéljük, ellenkező esetben kedvezőtlen, mivel a pénzeszközöket (is) hasznosítani, „forgatni” kell! Az elegendő készpénz tartása fontos a társaság/ágazat likviditása, pénzügyi mozgásterére, alkalmazkodó képessége szempontjából is. Ugyanakkor a pénztartás önmagában nem jövedelmez, ezért a cég/ágazat érdeke a fölösleges, de likvid eszközök hasznosítása. Ha azok átmeneti jellegűek, célszerű kis kockázattal járó befektetéseket megvalósítani vagy kockázatmentes értékpapírokban lekötöni. A tartalékfinanszírozási forrásokat is hasonlóképpen kell(ene) kezelni. A forgási idő számítása arra utal, hogy vállalkozásunk pénze mennyi ideig van lekötve az összes forgóeszközben. Mivel a forgatási célú és a likvid értékpapírokat kiemeltük az elemzésből (és úgy tekintettük, hogy ha a pénzeszköz nem elég az üzletmenet finanszírozásához, akkor felhasználhatjuk), a forgási idő nagyságát úgy kapjuk meg, hogy összeadjuk a készletlekötési időt, a vevői követelések behajtásának idejét és a pénzeszközök lekötési (újrafelhasználásának) idejét. Minél rövidebb ez az időtartam, annál kedvezőbb a forgóeszköz gazdálkodás, mivel a vállalkozás vagy ágazat így nem tartja pénzét kihasználatlanul a forgóeszközökben.

A **3-16. ábrán** azt látjuk, hogy a **forgási idő növekedett** a vizsgált ötéves időtartam utolsó két évében. A forgóeszközök hatékonyságának fokozása a pénzáramot növeli, amit felhasználhatunk újabb beszerzésekhez, tehát visszaáramoltathatjuk a jövedelemképzés folyamatába. Ha a készletekben vagy a vevői követelésállományban lekötött pénz egy részét sikerül felszabadítani, akkor ez szabad finanszírozási forrásként jelenik meg. Ez növeli a társaság likviditását, a készpénz növekvő részaránya nagyobb pénzügyi rugalmasságot jelent,

de jövedelmező vállalkozásoknak és a termelés növelésének is forrása lehet. Az **alacsony hatékonyságú forgóeszköz hasznosítás többletfinanszírozási igényt támaszt, felesleges kamatterhet ró a cégre, s a befektetett forrásra vetítve alacsonyabb megtérülési rátát okoz.** Ha elérhető a pénzeszközök, a kinnlevőségek, a készletek előnyös kombinációja, akkor a forgóeszköz struktúra hatékonysága növekedhet az értékesítés generálásában. A forgóeszközökben történő pénzlekötési idők elemzése után a fizetési haladékokból eredő hitelnyújtási időket is számszerűsíteni és elemezni kell. A korábban közölt **3-9. ábra** szerint a szállító elengedhetetlen szereplő a működési cash ciklus valóra váltásához és tekintetbe kell vennünk azt, hogy mennyi ideig tud vagy képes várni a teljesített megrendelés ellenértékének rendezéséhez. A **3-16. ábrán** azt is látjuk, hogy a **TOP 100 járműipari ágazat a szállítóknak 23-33 nap közötti időintervallumokban fizetett.** Nincsen általános szabály vagy előírás arra vonatkozóan, hogy a szállítóit tartozás mekkora lehet, és meddig kell rendezni, valamint mekkora a késedelmi kamat. Mindez a megegyezés tárgya. A cég kaphat fizetési haladékot a szállítótól akkor is, ha esetleg más hitelt nem tud felvenni.

### 3.11.3. „A vevő finanszírozza a szállítót!”

A gazdálkodás szempontjából fontos a **vevő- és szállító állomány aránya**, vagyis az, hogy a vállalkozás/ágazat mennyire képes kinnlevőségeiből finanszírozni szállítói tartozásait. Javaslatunk a következő: **”A vevő finanszírozza a szállítót!”** Ennek a javaslatnak az érvényesülését is megvizsgáltuk a TOP 100 és 500 járműipari ágazatnál a **3-11. táblázatban.** **A járműipar ágazat tudta finanszírozni a vevői követelések behajtásából a szállítói tartozásait,** ami az üzleti partnerek alkupozícióinak az erősödését jelentheti. Amennyiben kapunk fizetési haladékot, úgy erre az időtartamra gondoskodjunk más ügyletből bevételre. **A szállítási határidők ne emelkedjenek a forgalom növekedése nélkül!**

**3-11. táblázat: A TOP 100 és 500 járműipari cégeinek vizsgálata aszerint, hogy a vevői követelésekből vajon lehetett-e finanszírozni a szállítói tartozásokat (napokban)**

<b>TOP 100 JÁRMŰIPAR</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Vevői követelések behajtásának ideje</b>	9	13	10	9	9	9
<b>Szállítói tartozások rendezésének ideje</b>	24	27	27	30	32	34
<b>TOP 500 JÁRMŰIPAR</b>						
<b>Vevői követelések behajtásának ideje</b>	117	18	15	14	14	14
<b>Szállítói tartozások rendezésének ideje</b>	21	30	31	38	34	37

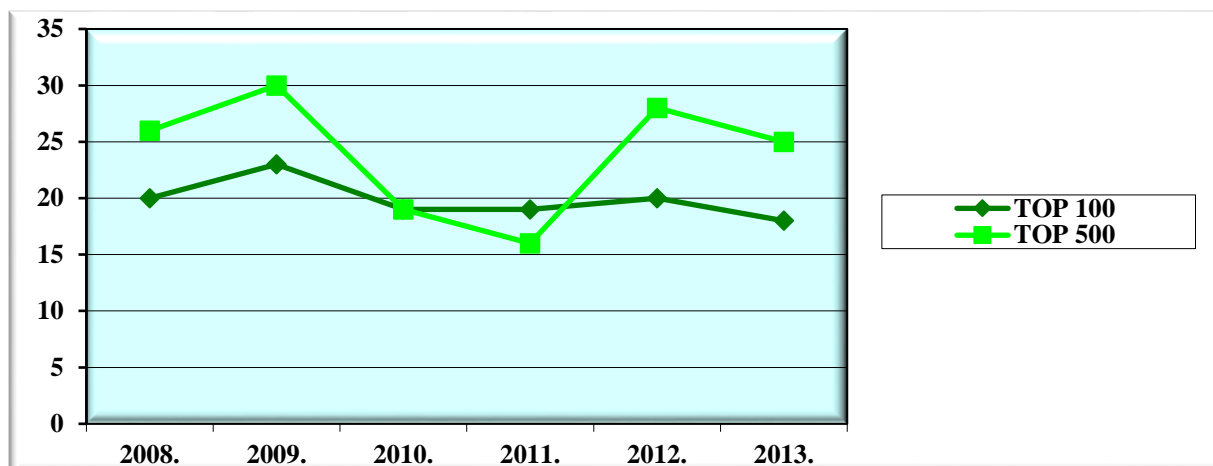
*Forrás: Katits – Kucséber – Szalka, 2014.*

### 3.11.4. A finanszírozási idő

A finanszírozási idő számításával megtudhatjuk azoknak a napoknak a számát, ameddig likvid finanszírozási forrást kell szereznünk (különbön fennakadásra számíthatunk a működésünkben és a fizetőképességünkben). Ha a számoláskor negatív értéket kapunk, akkor az ágazatnak a kapott értéknek megfelelő időtartamra (napokra) elegendő többletforrása van.

A **3-17. ábrán** azt látjuk, hogy járműipar ágazat nem rendelkezett a működéséből eredően **többletfinanszírozási forrással**, amit a finanszírozási idő negatív értéke mutatna. A finanszírozási idő pozitív értéke esetén pénzügyi forrás hiányzik a működés finanszírozásához. **A TOP 100 járműipari cégeinek kb. 2-3 hétig kellett finanszírozási forrásról gondoskodni,** ráadásul ez mérsékelten csökkenő tendenciát mutat. **A TOP 500 járműipari cégei** esetében is csökkenő tendenciát látunk, de **kb. 1 hónapos** működési időtartamra vonatkozóan kellett operatív finanszírozási forrásról, vagyis forgótőkéről gondoskodni.

**3-17. ábra: A TOP 100 és 500 járműipari ágazat finanszírozási idejének alakulása 2008-2013 között (napokban)**



Forrás: Katits – Kucséber – Szalka, 2014.

### 3.11.5. A pozitív és likvid forgótőke

A TOP 100 és 500 járműipari ágazat forgótőke nagyságának az alakulását a **3-12. táblázat** közli. A lényeg: járműipari ágazatnak gondoskodnia kellett a működése zökkenőmentes finanszírozásáról. Ha ez problémát jelentett, akkor az ágazat üzleti és finanszírozási kockázattal szembesült.

**3-12. táblázat: A TOP 100 és 500 járműipari ágazat forgótőkéjének alakulása 2008 és 2013 között (ezer HUF)**

FORGÓTŐKE	2008	2009	2010	2011	2012	2013
TOP 100	870 445 794	1 025 407 768	1 211 395 477	1 392 135 666	868 793 689,4	516 584 397,3
TOP 500	904 342 700	1 055 587 100	1 277 689 300	1 572 925 000	956 855 100,0	604 350 000,0

Forrás: Katits – Kucséber – Szalka, 2014.

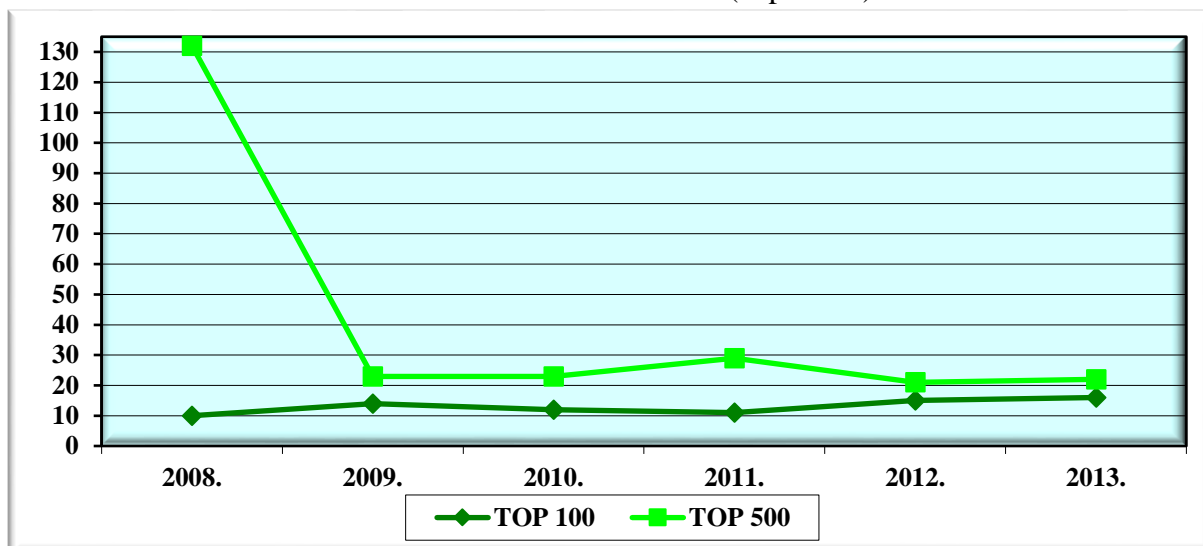
A forgótőke meghatározásánál úgy vesszük figyelembe a forgóeszközök nagyságát, hogy ez utóbbiból levonjuk az összes rövid lejáratú kötelezettségek nagyságát. A pozitív forgótőke érték azt jelenti, hogy a rövid lejáratú kötelezettségek rendezése után maradt forgóeszköz növekmény az előző (mérleg szerinti) időponthoz képest. Vajon ezt likvid forrásnak tekinthetjük? – Igen a válaszunk akkor, ha a likvid forgóeszközök meghaladják a nem, vagy kevésbé likvid forgóeszközök – készletek, követelések – nagyságát. A pozitív forgótőke nem likvid forrás akkor, ha a készletek és a követelések nagysága meghaladja a likvid forgóeszközök nagyságát. Ez utóbbi érvényesül a járműipari ágazatban.

### 3.11.6. Az időtartam mutatószám

Az **időtartam mutatószám** elemzését azért tartjuk fontosnak, mert ebből is következtetni tudunk a **finanszírozási és az üzleti kockázat** nagyságára. Ha a cégnek nincsen bevétele, akkor érdemes megvizsgálni azt, hogy a folyamatban levő megrendelésekből, a pénzeszközöiből és a likvid, valamint forgatási célú értékpapírokból mennyi ideig képes még működni. Az időtartam mutatószám számszerűsítéséhez a forgóeszközökön belül a vevői követeléseket, az értékpapírokat és a pénzeszközöket összegezzük és elosztjuk az egy napra jutó működési kiadások (anyagjellegű, személyi jellegű és egyéb ráfordítások) nagyságával. Az eredményül kapott érték napokban értelmezett nagyságának megfelelően a cég vagy ágazat a működését finanszírozni képes a likvid eszközei birtokában, még akkor is, ha közben nincsen értékesítési

árbevétele. Itt azt érdemes megjegyezni, hogy a vevői követeléseket úgy tekintjük, hogy azokat sikerül realizálni. A 3-18. ábra szerint a TOP 100 járműipari cégei kb. 10-15 napig, a TOP 500 járműipari cégei kb. 20-25 napig tudtak volna értékesítési árbevétel nélkül, kizárólag az említett likvid eszközökből működni.

**3-18. ábra: A magyar TOP 100 és 500 járműipari ágazat időtartam mutatószám alakulása 2008-2013 között (napokban)**



Forrás: Katits – Kucséber – Szalka, 2014.

### 3.12. A vállalati növekedés, mint értéketermináns

A vállalatok értékelési kontextusában a növekedést mindenképpen egy adott időtartamra feltételezzük és mérjük, amely vonatkozhat az értékesítési árbevétel, az adózott eredmény, a mérleg szerinti eredmény, a mérleg főösszeg, az alkalmazotti létszám, az EPS, a cash flow, de akár a piaci és a könyvszerinti érték nagyságokra is. Vállalati növekedést feltételezünk akkor, ha a vállalkozás olyan profitabilis befektetési portfoliókat választ és valósít meg, amelyeknek pozitív tőkeértéke van.

#### 3.12.1. Az extern és a direkt növekedés mérése

Amennyiben maradunk az éves beszámolóval összefüggésben, a vállalati nagyság méréséhez használt a kritériumoknál, például a mérleg szerinti eredménynél vagy osztaléknál, úgy ez a szemlélet azt jelenti, hogy a vállalati nagyságot nem vagy nemcsak a vagyonérték, hanem a tőkeérték segítségével is mérhetjük. A vagyonérték egy pillanatnyi állapotot mutat, ami egy bizonyos "határnapon", egy adott időpontra (többnyire a mérlegkészítés napjára) érvényes. A növekedést az időpontról-időpontra (gyakran nyitó és záró időpontra) számított vagyonérték pozitív változása mutatja. Mivel a vállalkozás egy olyan célorientált rendszer, amelynél a cél a siker, vagyis az adott üzleti év adózott nyeresége, hosszabb távon a pozitív tőkeérték, ami a várható többlet pénzáramok jelenértékeinek összege. Pénzügyi szempontból helyes a vállalati növekedést a tőkeérték tartós pozitív változásaként definiálni egy adott időtartamra vonatkoztatva – bár egyértelműen biztos prognózis felállítására a tőkeérték alakulására alig lehetséges. Ebből eredően fel kell állítani praktikus közelítő eljárásokat a növekedés definíciójára és mérésére.

Növekedésről beszélünk egy termelő cég esetében akkor, ha a jelenlegi kapacitás meghaladja az eddig igénybevett kapacitást és/vagy, ha újonnan szerzett és egyúttal kihasznált

**kapacitásról van szó.** Ebben az esetben a vállalati pénzáram és a kapacitás között egy olyan összefüggést feltételezünk, hogy a **pénzáramok alakulása azonos a kapacitásváltozásokkal** akkor, ha ezt a kapacitást kihasználják. Ez az összefüggés meglehetősen gyakori, de nem mindig adott. Mindenesetre elfogadható az az állítás, hogy a vállalati nagyság mércéje a leginkább lehetséges termelési kapacitás, s ennek a kapacitásnak az alakulásával azonosan változik a tőkeérték (Schult 1986, 152). Itt ne feledkezzünk meg arról, hogy csupán a periódus kapacitásának növekedése téves beruházásnak minősül akkor, ha a menedzsment nem szerez pótlólagos értékesítési lehetőségeket! Az értékesítési lehetőségek hiányában ezek a téves beruházások akár pénzáram, akár számviteli hozameséshez fognak vezetni.

**A nominális növekedés alatt a vállalkozás eszközeiben lekötött tőke tartósan fennálló pozitív változását értjük.** Ekkor azt feltételezzük, hogy a mérleg forrás oldala helyesen tükrözi vissza a mérleg eszköz oldalán kapott vagyoneértékét: valójában nem a tőke, hanem a vagyon a produktív, viszont a mérlegazonosság alapján – eltekintve a korrekciós tételektől – a vagyon értéke azonos a tőke értékével, emiatt vesszük figyelembe a tőkét a növekedés mércéjeként. A nominális növekedés mérése számos hátrányt hordoz. Többek között **nem veszi figyelembe a pénzérték változásait** és hamis eredményekhez vezethet a pénzromlás miatt keletkező "látszat" nyereség keletkezése miatt. Inflációs időszakban például pótlólagos tőkét igényel a pótló beruházás, ezáltal a mérleg forrás oldala emelkedik anélkül, hogy a termelés vagy a kapacitás változott volna. Ekkor a nominális elemzésből növekedésre következtetünk annak ellenére, hogy a tőkeérték egyáltalán nem változott. Itt vegyük figyelembe azt, hogy ha fix kamatozású értékpapírok kibocsátásával szerzett forrás nem tükrözi vissza a pénzérték változásait, "látszat" nyereséget ér el a cég. Fordított esetben a pénzérték változás figyelembe vétele megakadályozza a "látszat" nyereség vagy veszteség kimutatását. Tehát a reális szemléletmód figyelembe veszi az értékváltozásokat és megakadályozza a hamis eredmények felmutatását.

**A reális növekedés alatt az árváltozásoktól megtisztított tőke tartósan fennálló pozitív változását értjük.** Ez a meghatározás is tőkeorientált, valójában ekkor is a vagyon a növekedési tényező. A reális szemléletmód azért vezethet hibás következtetésekhez, mert a vállalkozások nemcsak az inflációs veszteség kiegyenlítéséhez igényelnek pénzügyi forrást, hanem a technikai előrehaladáson alapuló racionalizáló beruházásokhoz is anélkül, hogy a termelési potenciál változna. Így pénzügyi értelemben nincsen növekedés, mivel a racionalizálás nem vezet a sem a „kimutatott”, számviteli adózott nyereség, sem pedig a vállalati pénzáram emelkedéséhez, hanem "csak" megakadályozza a pénzáram további csökkenését.

Az abszolút növekedést a mérleg eszköz oldalából tudjuk számszerűsíteni. **Abszolút vállalati növekedésnek** nevezzük a **termelési potenciál tartósan érvényesülő pozitív változását konstans foglalkoztatási szint mellett.** Ezek szerint a pótló és a racionalizáló beruházás nem befolyásolja a növekedési rátát, mivel változatlan marad a termelési kapacitás. A növekedés további (bővítő) beruházásokat feltételez. A **relatív növekedés** annyiban tér el az abszolút növekedéstől, hogy figyelembe veszi a nemzetgazdaság (vagy az üzletág) termelési potenciáljának növekedését. **Relatív növekedésről akkor beszélünk, ha a vizsgált vállalkozás termelési kapacitása – konstans foglalkoztatási szint mellett – tartósan nagyobb mértékben változott a nemzetgazdaság (vagy üzletág) termelési potenciáljának növekedéséhez képest.** Ez a meghatározás azt feltételezi, hogy a vállalkozás fennmaradásához a piaci helyzet megtartása szükséges, különben pedig a vállalkozás hosszú távon kiszorul a piacról. A relatív felfogás szerint növekedés van akkor is, ha a cég termelési helyzete, kapacitása változatlan, mialatt a nemzetgazdaság (vagy üzletág) termelési potenciálja csökken. Ebben a részben csoportosítjuk a vállalati növekedés mérőszámait, amelynek van egy nagy előnye. Nem szükséges hozzá más, mint az adott üzleti év nyitó és záró mérlege, valamint eredménykimutatása. Mivel ezekhez minden 'külső számviteli címzett' vagy üzleti partner

hozzá tud jutni (akár elektronikus formában is), a növekedés indikátorait **extern és direkt módon** származtathatjuk.

**3-13. táblázat: A vállalati növekedés indikátorai**

<b>K L A S S Z I K U S - különösen E X T E R N és D I R E K T</b>					
<b>MATERIÁLIS</b>					<b>IMMATERIÁLIS</b>
<b>Értékadat</b>		<b>Naturális adat</b>			
<b>Állomány</b>	<b>Eredmény</b>	<b>Input</b>	<b>Termelés, feldolgozás</b>	<b>Output</b>	
Befektetett eszköz; Forgótőke; Saját tőke; Mérleg főösszeg.	Éves forgalom; Mérleg szerinti eredmény; Nettó termelési érték; Cash flow; Részvény tőzsdei árfolyama.	Ledolgozott órák; Befektetett eszközök felhasználása; Nyers-, alap-, segéd-, fűtőanyag, stb. felhasználása.	Termelési kapacitás; Kapacitás-kihasználtság; Foglalkoztatottság mértéke.	Termelési volumen; Értékesítési volumen.	<i>Goodwill</i> ; Immateriális javak (találmány, szabadalom, licence, egyéb szellemi termékek); - Szubjektív (szakértői becsléssel alapuló) összérték.
<b>M O D E R N - különösen I N T E R N és I N D I R E K T</b>					
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Értéklánc és értékteremtők <i>CFROI, ROIC, EVA, SVA, MVA, CVA, FCF, TSR*</i>.</li> <li>- A titkos önfinszírozás vállalati értékelésre gyakorolt hatása.</li> <li>- A láthatatlan vagyon (képességek, versenypozíciók) értékteremtése.</li> </ul>					

*Forrás:* Katits – Szalka, 2014.

\*[laabagnes.hu/wp-content/uploads/2007/04/10\\_ertekoriantalt-teljesitmenymeres.pps](http://laabagnes.hu/wp-content/uploads/2007/04/10_ertekoriantalt-teljesitmenymeres.pps)

Mivel a vállalkozás „külső megítélő” számára csak az e-beszámoló adatai állnak rendelkezésre, így a növekedés mérése a mérlegből, az eredménykimutatásból és a kiegészítő mellékletből származó információkra korlátozódik. Ezen a helyen javasoljuk ezt elnevezni a **növekedést meghatározó tényezők direkt és extern módon történő meghatározásának**. A növekedési indikátorok extern összeállításánál, például, csupán a befektetett eszközök záró és nyitó állományának nettó változását tudjuk számszerűsíteni, s ebből tudunk következtetni a növekedések, a lekötések, a csökkenések (vagy a tőkekivonások) és az értékcsökkenési leírások nagyságára. A növekedési indikátorok indirekt meghatározásához a kiegészítő mellékletben, valamint a vállalati pénzügyi kontrolling adatokkal nyomon követhetjük a befektetett eszközök könyvszerinti értékének évközi változásait az értékcsökkenési leírással együtt (**3-13. táblázat**). A vállalati növekedés extern módon történő elemzésekor akadályokba ütközhetünk akkor, ha célunk a növekedés évközi változásának számszerűsítése, vagy éppen akkor, ha a kvalitatív növekedés elemzését tartjuk szem előtt. Nevezzük ezt el **indirekt módon történő növekedés mérésének**. Tehát ebben az esetben nem elég az e-beszámolóról letöltött kimutatások számszaki információt nyújtó képessége. Ellenben **kifejező növekedési indikátorok számolása különösen fontos nemcsak pénzügyi, hanem stratégiai és marketing, de a versenyelemzés és „benchmarking” területek megítéléséhez is.**

Amennyiben a tulajdonosi érték növekszik, úgy az üzleti partnerek (*stakeholder*-ek) pénzügyi igénye is biztosított (mivel a tulajdonosok a „reziduális”, adózott eredményből részesednek). Ennek a kijelentésnek az igazolásához az eredménykimutatás legfőbb sorait felidézzük. Hogyan befolyásolja a vállalati értékalkotást a *shareholder* és a *stakeholder*? – A **3-14. táblázatból** kiolvashatjuk azt, hogy az eredménykimutatás egyes tételeinek nagyságát melyik piaci szereplő hogyan képes befolyásolni. Azt látjuk, hogy az üzleti partnerek (*stakeholder*-ek) pénzügyi igényei teljesülnek, mivel a tulajdonosok a „reziduális”, adózott eredményből részesednek.

Amennyiben a tulajdonosok törekednek vállalkozásuk értékét maximálni, úgy ez a *stakeholder*-ek igényét is tendenciájában növeli. E miatt (is) javasoljuk a tulajdonosi érték számítását.

**3-14. táblázat: Az üzleti partnerek és a tulajdonosok befolyása a vállalati eredménytermelésben**

<b>Értékesítési árbevétel</b>	<b>Vevők</b>
<b>– Anyagköltség</b>	<b>Szállítók</b>
<b>Bruttó fedezet</b>	
<b>– Személyi jellegű ráfordítások</b>	<b>Alkalmazottak</b>
<b>– Értékesítési és igazgatási költségek</b>	<b>Értékesítésben és igazgatásban résztvevők</b>
<b>Működési profit = ÜTE</b>	
<b>– Kamatfizetés</b>	<b>Hitelyújtók</b>
<b>EBT</b>	
<b>– Társasági adó fizetés</b>	<b>Állami költségvetés</b>
<b>EAT = NP</b>	
<b>– Saját tőke költség = Megtérülési ráta Pótlólagos tiszta eredmény (értéknövekmény)</b>	<b>Minimálisan elvárt megtérülés a tulajdonosok szempontjából</b>

*Forrás:* Katits – Szalka, 2014.

### 3.12.2. Az értékgenerátorok elemzése

Egy vállalkozás életképességének és eredményes működésének **legfőbb forrása** a tevékenységének **árbevétel generáló képessége**. Ha az értékesítés **nettó árbevétele ingadozik, akkor az a válság gyenge jelzése**, ami az értékesítési kockázat kifejeződése. Amennyiben évről-évre az értékesítés nettó árbevételének növekedésénél a működési hozam nagyobb mértékben növekszik, úgy a vállalkozás nemcsak a fedezeti ponton túl, a működési nyereségzónában működik, hanem értéket is teremt a tulajdonosok és a hitelezők számára. Itt három dologról ne feledkezzünk el! Az egyik az, hogy a működési jövedelemnek kell(ene) fedezetet nyújtani a hitelezői kamat- és tőketörlesztési, valamint társasági adófizetési kötelezettségekre, a tulajdonosi osztalékfizetési elvárásokra és még a növekedést serkentő befektetésekre is. A másik az, hogy a relatíve magas értékesítési árbevétel értékek nem tükrözik mindig a vállalatok magas profittermelő képességét. A harmadik pedig az, hogy azért válasszunk és valósítsunk meg befektetéseket, hogy lehetőleg tartósan árbevétel generáljanak.

A piaci helyzeten alapuló üzleti stratégiákból származó értékteremtők (*value drivers*) segítik behatárolni a cégek működési perspektíváit és számszerűsíteni a tulajdonosi értéket (*SV = Shareholder Value*). A tulajdonosi értékszámítás kidolgozója Alfred Rappaport, aki 1983-ban elsőként adta közre a következő 7 vállalati értékteremtő tényezőt: az értékesítési árbevétel növekedési rátája, a *ROS (Return on Sales)*, az eszközigenyességi ráták (tárgyi eszközbe és forgótőkébe) az értékesítési árbevétel növekedésére vetítve, a tőkeköltség, társasági adórata és a stratégiai tervezési időhorizont.

A **3-15. táblázat** tartalmazza a Rappaport (1986 és 2002), Copeland et al. (1999), Lewis – Stelter (2004) és Widemann (2013) által megadott értékteremtő tényezőket, amelyeket a szakirodalom pénzügyi és operatív értékmozgató tényezőknek is nevez (Pfohl 2006, Weber – Schäffer 2013, Wiedemann 2013). A **pénzügyi értékteremtő tényezőket** olyan stratégiai döntések közvetlenül befolyásolnak, mint pl. a piacbehatolás stratégiája a forgalomnövelés érdekében; a vállalkozás jogi formájának változtatása a társasági adóteher csökkentése érdekében; a lekötött tőke csökkentése azáltal, hogy ha egy üzemcsarnokot a vétel helyett bérelnék vagy lízingelnék; a kockázatcsökkentés és a megnyugtató információs politika

kialakítása érdekében a minimális kamatozást elváró tőkejuttató preferálása, amely a vállalati tőkeköltség minimalizálását jelentheti. Az **operatív értékteremtő tényezőket** csak közvetve befolyásolják a pénzügyi értékteremtő tényezők, s így a stratégiai döntések is. Más oldalról: Több operatív értékteremtő tényező is befolyásolhatja pl. a forgalom növekedését (pénzügyi értékteremtő tényezőt), mert a vevői elégedettség növelését fokozhatja a minőség javulása és/vagy a szállítói megbízhatóság javulása és/vagy a kiszállítási idők javítása és/vagy a készletezési folyamatok javulása, és még sorolhatnánk. Tehát az operatív értékteremtő tényezőket több vállalati funkcióhoz (termeléshez, marketinghez, stb.) is kapcsolhatjuk, s nehezebben számszerűsíthetjük (Doyle 2002, Zsupanekné 2011).

**3-15. táblázat: Az értékteremtő tényezők 4 szerző véleménye alapján**

Megnevezés	Rappaport	Copeland et al.	Lewis és Stelter	Wildemann
Árbevétel növekedési rátája	✓			
ROS	✓	✓		
Fizetett társasági adó	✓			
Eszközigenyességi ráta forgótőkébe	✓			
Eszközigenyességi ráta befektetett eszközbe	✓	✓		
Tőkeköltség	✓			
Értéknövekedés időtartama	✓			
ROIC= NOPLAT/Befektetett tőke		✓		
Költségek (logisztikai)		✓		✓
Befektetett tőke		✓		
Forgótőke		✓		✓
Tőkeforgás (árbevétel-generáló képesség)			✓	
Cash-flow hányad			✓	
Eszközök használati időtartama			✓	
Logisztikai teljesítmények				✓

*Forrás:* Rappaport (1986 és 2002), Copeland et al (1999), Lewis – Stelter (2004), Wildemann (2013) és Katits – Varga (2016) alapján.

A tőkeköltség és a stratégiai tervezési időhorizont kivételével az **3-16. táblázatban** és a **3-18. ábrában** közöljük, valamint szemléltetjük az értékteremtő tényezők alakulását a TOP 5000 mezőgazdasági vállalkozások esetében, mert ez közelebb visz az értékalkotási folyamat megértéséhez.

Az értékesítési árbevétel szóródási intervalluma nagy mind a hazai, mind a külföldi tulajdonban lévő mezőgazdasági vállalkozások esetében, s ennek a következménye a működési profithányad változatos alakulása. Az eszközintenzitási ráták értékei arra utalnak, hogy az adott üzleti évben az értékesítési árbevétel növekménye mekkora befektetett eszköz és forgótőke növekményt „generált”, vagyis a pótlólagos befektetésekre, illetve a tőkekivonásra következtethetünk. Ahol negatív értéket látunk, annak oka egyaránt lehet az értékesítési árbevétel és befektetések visszaesése.



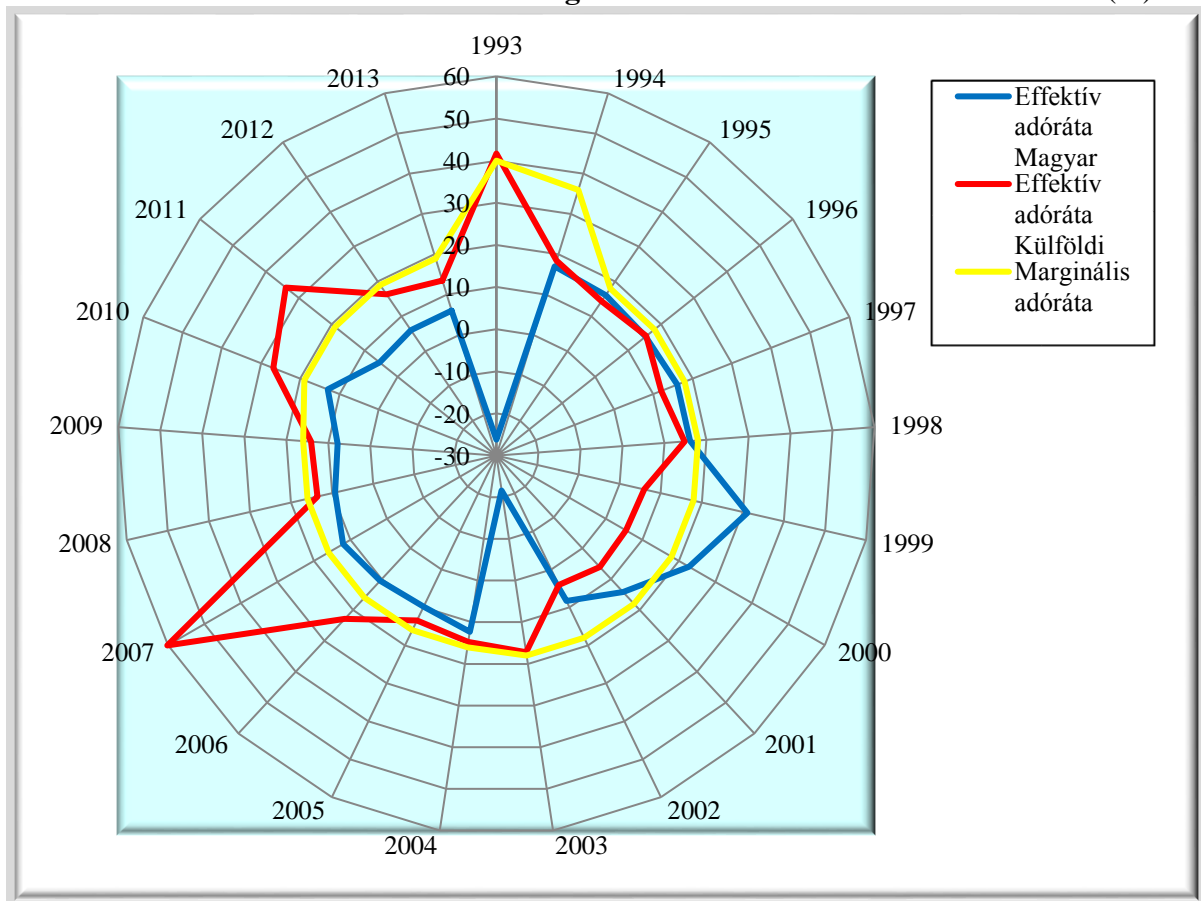
**3-16. táblázat: A magyar és a külföldi tulajdonban lévő mezőgazdasági vállalkozások Rappaport-féle értékteremtőinek alakulása (%)**

<b>HAZAI</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	
NSR növekedési rátája	-20,7	10,0	28,1	20,2	9,3	0,0	-10,4	8,0	23,1	-10,5	
Működési profithányad	3,8	7,2	9,1	7,9	7,0	7,6	3,8	4,3	6,3	5,2	
Befektetett eszközök intenzitási rátája	-63,6	-157,3	-0,3	18,1	49,5	353,5	27,2	1,1	53,8	-14,7	
Forgótőke intenzitási rátája	-14,5	34,3	21,4	18,9	17,1	31922,0	32,6	-29,2	-13,7	-2,3	
<b>HAZAI</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
NSR növekedési rátája	-8,6	6,7	10,5	-0,9	9,3	8,7	-12,1	8,8	19,6	12,8	6,1
Működési profithányad	0,6	3,6	4,6	4,6	4,2	5,9	5,6	4,4	8,6	7,8	6,7
Befektetett eszközök intenzitási rátája	10,5	75,8	56,9	-31,5	68,1	87,4	-45,3	75,5	50,5	84,0	151,8
Forgótőke intenzitási rátája	9,3	62,0	-15,2	368,6	-5,2	-31,6	-13,4	33,3	26,7	19,2	57,5
<b>KÜLFÖLDI</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	
NSR növekedési rátája	317,8	39,6	38,9	17,2	-16,6	112,2	-2,2	28,8	20,2	37,6	
Működési profithányad	8,4	7,1	7,5	7,7	8,2	10,0	16,0	14,4	10,4	10,4	
Befektetett eszközök intenzitási rátája	65,0	39,3	77,2	-77,0	-109,4	79,0	-965,0	83,2	391,0	98,6	
Forgótőke intenzitási rátája	26,7	2,1	1,9	-7,3	-29,4	10,9	-303,3	-6,2	-109,4	-30,8	
	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
NSR növekedési rátája %	-34,1	-49,7	50,5	-12,5	160,4	-24,8	48,7	0,1	-14,7	28,5	15,0
Működési profithányad	11,4	3,1	6,0	7,7	1,1	7,3	5,6	2,0	5,4	5,4	8,4
Befektetett eszközök intenzitási rátája	328,1	18,2	30,1	56,3	20,8	15,3	15,0	-389,9	-14,6	76,1	0,7
Forgótőke intenzitási rátája	-93,9	15,9	-21,0	34,6	11,4	-31,7	13,0	-2670,4	-49,8	13,7	53,5

*Forrás: Katits – Szalka, 2015b.*

A **3-19. ábrán** sárga színnel jelöltük az érvényes marginális társasági adórátákat. A mezőgazdasági vállalkozások effektív társasági adórátái több esetben meghaladták a marginális társasági adórátákat, azaz az eredménykimutatás effektív adórátái jelentősen eltérnek a marginális, vagyis a társasági adótörvény által előírt adórátától (Damodoran, 2006, 252-253. alapján), amelynek oka a társasági adókedvezmények és adóalap-csökkentési lehetőségek kihasználása,

**3-19. ábra: A magyar és a külföldi tulajdonban lévő mezőgazdasági vállalkozások effektív adórátáinak alakulása a marginális adóráták alakulása ismeretében (%)**



*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés a KSH (1992-2013) alapján

*Megjegyzés* a marginális adórátá alakulásához: 2008-ban és 2009-ben 16%, 50 millió HUF adóalapig 10%, 2010-ben a feltétel nélküli 10%-os társasági adókulcs a második félévben 250 millió HUF adóalapig, felette 19%, a 2011. és 2012. évben 500 millió HUF társasági adóalapig 10%, felette 19%.

A fenti felsorolásból az következik, hogy az **értékgenerátorok az operatív üzletmenet, a beruházási, finanszírozási és adózás területek jellemzői. Nagyságukat meghatározhatjuk az éves beszámoló adataival, illetve azokból származtatott értékekkel.** Az értékesítés tőkeintenzitásánál tekintettel vagyunk arra, hogy a termék rövidebb életgörbéje nem involvál pótlólagos beruházást és a bővítő beruházás nem feltétlenül változik arányosan az értékesítés növekedésével. Megjegyezzük azt, hogy ha az értékesítés növekedése csekélyebb megtérüléssel vagy beruházással lehetséges, akkor az értékesítés növekedése és az értékelkedés közötti összefüggés már nem áll fenn. Ugyanígy, ha a *ROS* emelkedik, akkor a megnövelt tőkeintenzitás alapján a folyó kifizetések csökkennek.

A finanszírozási teóriákra épülő értékelési javaslatokban a **tőkemegtérülés** áll a középpontban. **A nyereség és a beruházási követelmények vonatkoztatási mércéje nem az értékesítés, hanem a tőke.** Tekintsük mind a saját tőke megtérülését ( $ROE = \text{Return on Equity}$ ), mind pedig

az ösztőke megtérülését! Az utóbbinál a megtérülést a nettó profit helyett a működési profittal mérjük, mivel a profittermelő képességre, s nem a kölcsöntőke finanszírozási költségére vagyunk kíváncsiak, így kamat- és adófizetés előtti (*EBIT = Earnings before Interest and Taxes*) bázison folytatjuk vizsgálódásainkat. Az ösztőke a vállalati mérleg aktíva oldalán levő összeggel azonos a mérlegegyezőség érvényessége miatt.

A **legfontosabb értékgenerátor a tőkemegtérülési ráta**, amelynél megkülönböztetjük az **összes bevont tőke megtérülési rátáját** (*ROCE = Return on Capital Employed*), mint a vállalat teljesítőképességének mértékét és a **befektetés megtérülési rátáját** (*ROIC = Return on Invested Capital*). Ez a megkülönböztetés csak akkor lehetséges, ha az **EBIT összes változását az új befektetések okozzák**. A bevont tőke nagysága a vállalati mérleg összes eszköz (forrás) értéke, csökkentve a kamatfizetéssel nem járó kötelezettségekkel. Ne felejtjük el a következőt! **Csak akkor érhet el vállalkozásunk értéknövekedést, ha a megtérülési ráta meghaladja a tőkeköltséget.**

$$ROCE_t = \Delta EBIT_t / \text{Összes bevont tőke}_{t-1} = \frac{404,225 \text{ millió HUF}}{4690,226 \text{ millió HUF}} \times 100 = \underline{\underline{8,62 \%}}$$

$$ROIC_t = \frac{\Delta EBIT_t}{I_{t-1}} = \frac{404,225 \text{ millió HUF}}{4516,624 \text{ millió HUF}} \times 100 = \underline{\underline{8,95 \%}}$$

A befektetett tőke megtérülési rátáját a tőkehatékonyság (a tőke árbevételgeneráló képessége) és az értékesítés adózás előtti (bruttó) megtérülési rátája határozza meg. Képezhetjük azokat az **izo-megtérülési egyeneseket**, amelyek az értékesítés megtérülési rátáinak és a tőkehatékonyság különböző értékei mellett azonos tőkemegtérülést mutatnak: a tőkemegtérülés alternatív értékeinek előállításával párhuzamos egyenesek sorozatát nyerjük, s az adott egyenes olyan pontkombinációk sorozata (értékesítéssel arányos megtérülési ráták és tőkehatékonyság különböző értékei mellett), amelyek ugyanolyan tőkemegtérülési ráta nagyságokat reprezentálnak. A csökkenő értékesítés megtérülési rátáját a nagyobb tőkehatékonysággal kompenzálhatjuk.

A **2. értékgenerátor a vállalat beruházási rátája** ( $I_t$ ):

$$I_t = \frac{\text{Nettó beruházás}_t}{EBIT_t} = \frac{13014,745 \text{ millió HUF}}{1231,265 \text{ millió HUF}} = \underline{\underline{10,57}} \quad (3.9)$$

A beruházás megtérülési rátája meghatározza a megtérülési ráta növekedésének nagyságát ( $G_{EBIT,t}$ ) az alábbiak szerint:

$$G_{EBIT,t} = \frac{\Delta EBIT_t}{EBIT_{t-1}} \times \frac{I_{t-1}}{I_t}$$

$$G_{EBIT,t} = \frac{\Delta EBIT_t}{I_{t-1}} \times \frac{I_{t-1}}{EBIT_{t-1}}$$

$$G_{EBIT,t} = ROIC_t \times b_{t-1} = 8,95 \% \times 1,084 = \underline{\underline{9,7 \%}}$$

Itt fontosnak tarjuk kiemelni azt, hogy a  $G_{EBIT,t}$  **megtérülési ráta növekedése nem megfelelő indikátora a vállalati értéknövekedésnek. Értéknövekedést csekély megtérülési ráta mellett is elérhetünk magas beruházási volumennel.**

Itt feltehetjük a következő kérdést. Miért használunk különböző értékgenerátorokat? – Egyik szempontból finanszírozás-orientált értékgenerátort azért kell használnunk, mert az értékesítés megtérülési rátája kevésbé hasznos érték különböző tőkeintenzitás függvényében. Másik szempontból az értékesítés megtérülési rátája és növekedése azért értékgenerátor, mert a

menedzserek szokás szerint azokkal dolgoznak, és azokban bíznak (Rappaport 1986, 69). A menedzserek általában a  $ROS$  és a  $G_S$  hányados alakulása szerint ítéletnek meg, s ennek megfelelően elismerést vagy elmarasztalást kapnak. Az értékgenerátorok előnyei akkor is jelentkeznek, amikor – bizonyos feltevések mellett – a közöttük levő összefüggéseket feltárjuk. Kiindulópontunk a nettó beruházás ( $I$ ) kapcsolódása az értékesítés növekményéhez ( $\Delta S$ ) a tőkeintenzitás segítségével ( $CI$ ):

$$\begin{aligned} I_t &= CI \times \Delta S_t \\ I_t &= CI \times (G_S \times S_{t-1}) \end{aligned} \quad (3.10)$$

Ha konstans értékesítési árbevétel növekedési rátát feltételezünk a vizsgálat időhorizontján, akkor a (3.10) kifejezést átírhatjuk az alábbiak szerint:

$$I_t = \frac{CI \times G_S \times S_t}{1 + G_S} \quad (3.11)$$

Adott periódus értékesítési árbevételének nagyságát felírhatjuk a megtérülés ( $EBIT$ ) és az értékesítéssel arányos megtérülés ( $ROS$ ) hányadosaként (a megtérülést az  $EBIT$  nagyságával mérjük) a következőképpen:

$$S_t = \frac{EBIT_t}{ROS_t} \quad (3.12)$$

A (3.12) egyenletet a (3.11)-be helyettesítve, majd a (3.9) kifejezést átírva érvényes a (3.13) egyenlőség:

$$I_n = \frac{I_t}{EBIT_t} = \frac{CI \times G_S}{(1 + G_S) \times ROS_t} \quad (3.13)$$

Tehát az  $I_n$  **újraberuházási ráta meghatározható az értékesítési árbevétel növekedési rátájával ( $G_S$ )**, az **értékesítéssel arányos megtérülési rátával ( $ROS$ )** és a forgalom növeléséhez szükséges **tőkeintenzitási rátával ( $CI$ )**. Ugyanígy a beruházás megtérülési rátáját is átírhatjuk az alábbi módon:

$$ROIC_t = \frac{\Delta EBIT_t}{I_{t-1}} = \frac{\Delta EBIT_t}{\Delta S_t} \times \frac{\Delta S_t}{I_{t-1}} \quad (3.14)$$

Mivel  $\Delta S_t$  az értékesítési árbevétel növekedési rátájának és az előző évi forgalom szorzata, valamint az  $I_{t-1}$  a tőkeintenzitási ráta és az előző évi értékesítési árbevétel növekményének szorzata, a (3.15) kifejezést az alábbi módon is felírhatjuk:

$$ROIC_t = ROS_t \times \frac{G_S \times S_{t-1}}{CI \times \Delta S_{t-1}} \quad (3.15)$$

Mivel az  $\frac{S_{t-1}}{\Delta S_{t-1}}$  hányados megegyezik  $\frac{1 + G_S}{G_S}$  hányadossal, egyszerűsítés után érvényes az alábbi (3.16) egyenlőség:

$$ROIC_t = ROS_t \times \frac{1 + G_S}{CI} \quad (3.16)$$

Tehát a **befektetés megtérülési rátáját (ROIC) meghatározza az értékesítéssel arányos megtérülési ráta (ROS) és az értékesítési árbevétel növekedési rátája ( $G_S$ ), valamint a tőkeintenzitás mértéke (CI).**

Már hangsúlyoztuk korábban azt, hogy értéknövekedést csak akkor érhetünk el, ha a beruházás megtérülési rátája (ROIC) a tőkeköltséget ( $k$ ) meghaladja.

$$ROIC_t = k = ROS_t \times \frac{I + G_S}{CI}$$

$$ROS_t = \frac{k \times CI}{I + G_S}$$

Az **értékesítéssel arányos megtérülési ráta (ROS)** – ami értéknövekedéshez vezet – akkor **emelkedik, ha a beruházás kockázata** – a kockázattal korrigált tőkeköltséggel ( $k$ ) mérve – és **a tőkeigény** – az értékesítési árbevétel növekedésének tőkeintenzitásával és az értékesítési árbevétel növekedési rátájával mérve – **növekszik.**

A **vállalati értékgenerátorok haszna** abban van, hogy

- **koncentrált formában** informálnak a kvantifikálható vállalati működési viszonyokról és összefüggésekről;
- együttesen olyan **didaktikus koncepciót** alkotnak, amely egyszerűsített formában ábrázolja a vállalati üzletmenet és a vállalati érték közötti összefüggéseket;
- megkönnyítik a **menedzsment bevonását az értékorientált tervezési technikákba**;
- a vállalati **értéktervezés és elemzés** szakaszaiban egyaránt jól használhatjuk;
- segítséget jelentenek a stratégiai tervezés pénzügyi hatásainak megragadásához **többperiódusos tervezési időhorizonton**, amelynek alapján a **cash flow-t megtervezhetjük, számszerűsíthetjük.**

Szenteljünk egy kis időt az utóbbi gondolatnak!

### 3.12.3. A szabad pénzáram tervezése az értékgenerátorokkal

A piaci helyzeten alapuló üzleti stratégiákból származó értékteremtők (*value drivers*) segítik behatárolni a cégek működési perspektíváit és számszerűsíteni a tulajdonosi értéket ( $SV = \text{Shareholder Value}$ ). Az értékteremtők által meghatározott szabad pénzáram ( $FCF = \text{Free Cash Flow}$ ) levezetése a következő:

$$FCF = S_0 \times (I + G_S) \times ROS \times (I - T_C) - I^{FA} - I^{WC}$$

- ahol
- $G_S$  = az értékesítési árbevétel növekedési rátája
  - $ROS$  = működési profithányad pénzáram alapon
  - $T_C$  = társasági adórata
  - $I^{FA}$  = pótlólagos beruházási ráta tárgyi eszközbe (eszközintenzitási ráta)
  - $I^{WC}$  = pótlólagos beruházási ráta forgótőkébe

A szabad pénzáram kalkulálását, az értékgenerátorok segítségével, az alábbi szám adatokkal és a már közölt formulával végezzük:

- |  |                 |
|--|-----------------|
| 1. $S_0$ = az előző periódus értékesítési nettó árbevétele | 100 000 000 HUF |
| 2. $G_S$ = az értékesítés növekedési rátája                | 10%             |
| 3. $ROS$ = az értékesítés megtérülése pénzáram alapon      | 15%             |

4. $T_C$ = társasági adórátá	9%
5. Pótlólagos beruházási ráta tárgyi eszközökbe és forgótőkébe	40%
6. $k$ tőkeköltség	10%
7. A társaság birtokában levő tőzsdei értékpapírok piaci értéke	3 000 000 HUF
8. $D$ adósság piaci értéke	10 000 000 HUF

Az értékteremtők által meghatározott szabad pénzáram ( $FCF = Free\ Cash\ Flow$ ) levezetése a következő:

$$FCF = S_0 \times (1 + G_S) \times ROS \times (1 - T_C) - \Delta S \times I^{FA} - \Delta S \times I^{WC}$$

$$\text{Vállalati pénzáram} = 100 \times (1 + 0,1) \times 0,15 \times (1 - 0,09) = \underline{\underline{15\,015\,000\ HUF}}$$

$$\text{Szabad pénzáram} = 100 \times (1 + 0,1) \times 0,15 \times (1 - 0,09) - 100 \times 0,1 \times 0,4 = \underline{\underline{11\,015\,000\ HUF}}$$

Tehát 10%-os értékesítési árbevétel növekedése és a tervezett értékteremtők alapján 11 015 000 HUF szabad pénzáram állna a tulajdonosok rendelkezésére, amit éppen újabb projektek megvalósításához felhasználhat (de ki is vonhatnak).

### 3.12.4. A cash flow körülhatárolás és tőkeérték meghatározás

A cash flow körülhatárolásnak és számításnak különböző koncepciói léteznek, amelyek – többek között – az idegen tőke kamatának elszámolásában különböznek. Amennyiben a kamatot nem a cash flow-ból számoljuk, úgy a finanszírozási döntéseknél, mint a tőkeköltség meghatározásánál el kell várnunk azt, hogy a releváns diszkontráta nemcsak a tulajdonos, hanem a hitelező megtérülési követelményét is kifejezze. A helyes számításhoz eldöntendő az, hogy vajon a diszkontráta melyik cash flow körülhatárolásnak felel meg. Minden olyan esetben szükség van a súlyozott átlagköltség ( $k^{WACC}$ ) kiszámítására, amikor a cég vegyes finanszírozású:

$$k^{WACC} = k_E \times \frac{E}{V} + k_D \times \frac{D}{V} \quad (3.17)$$

ahol

$k_E, (k_D)$  = a tulajdonos (hitelező) megtérülési rátája, ami cég számára tőkeköltség

$E, (D)$  = a saját (idegen) tőke piaci értéke

$V$  = az össztőke piaci értéke ( $E+D$ )

**A vállalati tőkeköltséget a tőkestruktúra határozza meg. A tőkeköltség nemcsak visszatükrözi a finanszírozási hatásokat, hanem alkalmazkodik a finanszírozási hatásokhoz is.** Ha a súlyozott átlagköltséget akarjuk meghatározni, akkor a következő problémába ütközünk. Az értékelőnek szüksége van a saját tőke piaci értékének információjára a súlyozott átlagköltség meghatározásához. Ezzel a súlyozott átlagköltséggel megkapja a vállalati értéket és az ebből származtatható saját tőke értékét. Az értékelőnek iteratív módon kell eljárni vagy pedig konstans cél-tőkestruktúrát kell feltételezni. A súlyozott átlagköltség kiszámításakor a súly nem az igénybe vett tőke könyvszerinti értéke, hanem annak piaci értéke kell hogy legyen, hiszen a tőkepiaci használatokat és nem a beszerzési (történeti) költségen alapuló értéket kell figyelembe venni. Ehhez viszont a jövőbeni tőkestruktúrát kell tekinteni.

Mivel a *Shareholder Value (SV)* elemzés keretében a saját tőke értékét kell meghatározni, a külső tőkejuttató piaci értékét le kell vonni a teljes vállalati értékből. A hitelezői igény értéke megfelel a kamat és tőketörlesztés készpénzértékének, diszkontálva azt a kockázattal korrigált kamatrátával. Ha a kamatrátá konstans marad, akkor elegendő a fennálló adósság értékelési

határnapjára számolt készpénzérték levonása a vállalati értékből. Ezen eljárás mód hátránya a kétlépcsős számítás. Ennek a kétlépcsős meghatározásnak azonban előnyei is vannak, mert

- az összes forrás – a finanszírozási potenciál is – a saját tőke értéknövekedésének tekinthető;
- kimutathatók az értéknövekedés körülményei és feltételei;
- üzleti egységenként egyszerűsíti a pénzáram meghatározását;
- a finanszírozási döntések nem hamisítják meg a vállalati értéket.

Ne hanyagoljuk el a társasági adó fizetését! Az *Entity*-koncepció elfogadása esetén adódik egy probléma az adó figyelembe vételekor (azaz feltételezve azt, hogy a szabadon rendelkezésre álló cash flow-t a hitelezők és tulajdonosok felé kifizetik). A finanszírozási döntések hatással vannak az adófizetés nagyságára, mivel a fizetett kamatot költségként (pénzügyi műveletek ráfordításai között) elszámolhatjuk, s ezáltal a társasági adóalapot csökkenti. A vállalat idegen tőkével történő finanszírozása adózási szempontból előnyös, mert adómegetakarítást ( $T_C \times D \times k_D$ ) jelent. Az adózási és finanszírozási döntések nem tekinthetők egymástól függetlenül. (A szakirodalomban számos javaslat létezik az adómegetakarítás értékelésére: például Copeland – Weston 1992, Ross – Westerfield 1988.)

A cash flow számszerűsítésénél – a (3.18) egyenlet szerint – nem tudjuk megragadni a kamatfizetésből származó adóvédelmet:

$$CF_t^{WACC} = (I_t - O_t) \times (1 - T_C) - I_t \quad (3.18)$$

ahol

$CF_t^{WACC}$	= szabad pénzáram a WACC koncepció szerint
$I_t, (O_t)$	= pénzbeáramlás (pénzkiáramlás, magában foglalja a pótló beruházást) a t-edik periódusban
$T_C$	= társasági adórata
$I_t$	= bővítő beruházás a t-edik periódusban

A (3.18) kifejezést a **finanszírozás iránt közömbös cash flow körülhatárolásnak** nevezzük, s ez a cash flow a **finanszírozás befolyását az adófizetésre még indirekt módon sem tartalmazza**.

A kamat levonásából adódó "adószubvenció" megragadható a súlyozott átlagköltség módosításával, mégpedig úgy, hogy a korábban közölt (3.17) kifejezést ( $k^{WACC}$ ) az adóhatás csökkenti. Az adómegetakarítás hatása ( $T_C$ ) – bár indirekt módon – kimutatható az alábbi súlyozott átlagköltség formulával:

$$k^{WACC} = k_E \times \frac{E}{V} + k_D \times (1 - T_C) \times \frac{D}{V}$$

Az idegen finanszírozással megetakarított adófizetést ( $T_C \times k_D \times D_{t-1}$ ) a cash flow számításakor is figyelembe vehetjük és a ténylegesen fizetett adónagyságot is meghatározhatjuk. Ebben az esetben **teljes vállalati pénzáramot** nyerünk:

$$CF_t^{TCF} = (I_t - O_t) \times (1 - T_C) - I_t + T_C \times k_D \times D_{t-1}$$

Stewart bemutat egy másik tőkeérték kalkulációt. Ez az *Adjusted Present Value (APV)*. A kamatfizetés előtti operatív cash flow-t a kizárólag részvénytőkével finanszírozott vállalat

tőkeköltségével diszkontálja (ez a bázisérték), az idegen finanszírozásból származó adómegetakarítást az idegen tőke kockázattal korrigált periódus-specifikus tőkeköltségével ( $k_t^{APV}$ ) diszkontálja (adóérték) (Copeland – Weston 1992, 442):

$$V^{APV} = \sum_{t=0}^T \frac{(I_t - O_t) \times (1 - T_C) - I_t}{(1 + k^*)^t} + \sum_{t=0}^T \frac{T_C \times k_D \times D_{t-1}}{\prod_{t^*=0}^t (1 + k_t^{APV})}$$

$$= \sum_{t=0}^T \frac{CF_t^{WACC}}{(1 + k^*)^t} + \sum_{t=0}^T \frac{T_C \times k_D \times D_{t-1}}{\prod_{t^*=0}^t (1 + k_t^{APV})}$$

Amennyiben a Modigliani-Miller formulát alkalmazzuk az örökjáradék modell alapján, úgy a vállalati érték a kizárólag saját finanszírozású vállalat piaci értékének és az adómegetakarítás értékének az összege:

$$V^{APV} = \frac{(I_n - O) \times (1 - T_C)}{k^*} + T_C \times D$$

ahol  $k^*$  = a saját tőke (részvénytőke) költsége kizárólag saját tőke finanszírozásnál  
 $T_C \times D$  = az idegen tőkéből eredő társasági adómegetakarítás értéke

Mivel a tőkeköltség koncepció a finanszírozási források kialakításának (értékelésének) nem az explicit modelljére épül, a tőkeköltség alakulásokról különböző saját és idegen tőke arányok mellett a finanszírozás-elméleti irodalom bizonyos **hipotéziseket** állít fel, s az egyik hipotézis szerint a súlyozott átlagköltség változása kizárt. Ez a **nettó működési jövedelem elmélet** (*Net Operating Income Approach*). Eszerint a súlyozott átlagköltség alakulása független a vállalat tőkestruktúrájától – de a saját költség alakulása nem! A **nettó jövedelem elmélet** (*Net Income Approach*) **két hatást** különböztet meg. Az egyik hatás az ún. **cserehatás** a saját és idegen tőkeköltség között. A vállalat tőkestruktúrájában a relatíve olcsóbb idegen tőkerész növekedése a drágább saját tőke helyett a súlyozott átlagköltség csökkenéséhez vezet. A súlyozott átlagköltség (számszerű) minimumát teljes idegen finanszírozásnál éri el. (A korábban említett Stewart által adott formula a nettó jövedelem elmélet feltevésén alapul.) A másik hatás az ún. **áttételi (leverage) hatás**. Ez egy **felosztási szabályt** feltételez: először az idegen tőke juttatóját illeti meg a periódus többlet megtérüléséből a szerződésben rögzített nagyság (az idegen tőke kamata), ezután pedig a saját tőke juttatóját a reziduális nagyság (a periódus többlete mínusz az idegen tőke kamata). Ebből az következik, hogy a saját tőke megtérülése emelkedik az adósság fokozódásával addig, amíg a beruházás megtérülési rátája nagyobb, mint az idegen tőke  $k_D$  kamata. Ez a pozitív hatás az emelőerő.

Az  $E$  saját tőkével történő teljes finanszírozásból eredően, amennyiben fokozatosan az  $E$ -t helyettesítjük  $D$  nagyságú adóssággal (= növekvő  $V$  adósságarány), megvizsgálhatjuk ennek a helyettesítésnek az  $R_E$  saját tőke megtérülésre gyakorolt hatását. Felírhatjuk az alábbi összefüggéseket:

$$R = R_K = \frac{\tilde{G}}{D + E} \quad R_E = \frac{\tilde{G} - k_D \times D}{E} \quad \text{és} \quad V = \frac{D}{E}$$

ahol  $\tilde{G}$  = a megvalósított beruházás teljesítménye (periodikus többlet)  
 $R$  = a beruházás megtérülési rátája (=  $R_K$  ösztőke megtérülési rátája)  
 $k_D$  = a szerződésben rögzített kamatrátá  $D$  nagyságú idegen tőkénél



A saját tőke megtérülési rátája és az adósságarány között ismertetett összefüggést – azonos ösztőke megtérülési ráta mellett – formailag a következőképpen vezethető le:

$$R_K = \frac{\tilde{G}}{D + E}$$

$$R_K = \frac{k_D \times D + R_E \times E}{D + E}$$

$$R_K \times (D + E) = k_D \times D + R_E \times E$$

$$R_E \times E = R_K \times (D + E) - k_D \times D$$

$$R_E = R_K \times \left( \frac{D}{E} + \frac{E}{E} \right) - k_D \times \frac{D}{E}$$

$$R_E = R_K \times \frac{D}{E} + R_K - k_D \times \frac{D}{E}$$

$$R_E = R_K + \frac{D}{E} \times (R_K - k_D)$$

$$R_E = R_K + V \times (R_K - k_D)$$

Tehát az egyenlet utolsó sora szerint az  $R_E$  saját tőke megtérülés a  $V$  adósságarány lineáris függvénye - az adósságaránytól független idegen tőke kamat esetén. Feltéve azt, hogy az idegen tőke  $k_D$  kamata az  $R$  ösztőke megtérülési rátája alatt van, azaz  $R > k_D$ , a **bevont saját tőke megtérülési rátája az adósságarány növelésével tetszés szerint emelkedik**. Emelkedő adósságaránynál a saját tőke költsége emelkedni fog, mivel a tulajdonos megtérülési követelményét nemcsak az **üzleti**, hanem az idegen finanszírozáshoz kapcsolódó **finanszírozási kockázat** is meghatározza. Az **értékelő** ennek a **kockázati mértéknek az elhanyagolásával a tőkeköltséget alábecsüli**.

Mindenképpen hangsúlyozzuk azt, hogy csak a fentiekben leírt elvek és feltételek figyelembe vétele mellett ismerhetők fel az eljárások alkalmazási-felhasználási korlátjai.

- **Az a vállalati értéket elemző, aki az *Equity*-konceptió alapján számolja ki a tőkeértéket periódusonként konstans saját tőkeköltséggel, s azt feltételezi, hogy az idegen finanszírozás indifferens a vállalat tőkestruktúrájától és irreleváns a vállalati értékre nézve, az a nettó működési jövedelem elméletet képviseli.**
- **Az a vállalati értéket elemző, aki az *Equity*-konceptió alapján számolja ki a tőkeértéket periódusonként konstans saját tőkeköltséggel, s azt feltételezi, hogy az idegen finanszírozás befolyásolja a vállalati értéket, az a nettó jövedelem elméletet képviseli.**
- **Az, hogy vajon az idegen finanszírozás hatással van-e a saját tőke értékére, nem attól függ, hogy az elemző az *Entity* vagy *Equity*-konceptió alapján számol, hanem attól, hogy melyik hipotézist képviseli.**

Ezután a **3-17. táblázatban** közreadjuk a különböző értékelési formulákat.

3-17. táblázat: Értékelési formulák

Modell	Pénzáram az <i>Equity</i> - koncepció szerint ( <i>EF</i> )	Tőkeköltség koncepció ( <i>WACC</i> ) (tankönyvi formula)	Teljes cash flow tétel ( <i>TCF</i> )	<i>Adjusted Present Value</i> ( <i>APV</i> )
Cash flow körülhatárolás <sup>11</sup>	$CF_t^{EF} = (I_t - O_t) - (I_t - O_t - k_D \times D_{t-1}) \times T_C - k_D \times D_{t-1} - (D_{t-1} - D_t) - I_t$	$CF_t^{WACC} = (I_t - O_t) \times (1 - T_C) - I_t$	$CF_t^{TCF} = (I_t - O_t) \times (1 - T_C) - I_t + T_C \times k_D \times D_{t-1}$	<p>Alap pénzáram (<math>CF_t^{WACC}</math>):  <math>(I_t - O_t) \times (1 - T_C) - I_t</math>                      Adómegettarítás értéke a t-edik időpontban:  <math>T_C \times k_D \times D_{t-1}</math></p>
Tőkeköltség	$k_E$	$k^{WACC} = k_E \times \frac{E}{V} + k_D \times (1 - T_C) \times \frac{D}{V}$	$k^{TCF} = k_E \times \frac{E}{V} + k_D \times \frac{D}{V}$	<p><math>k^*</math> = a saját tőke (részvénytőke) költsége kizárólag saját tőke finanszírozásnál  <math>k^{APV}</math> = az adómegettarítás értékének kockázat-ekvivalens kamatrátája</p>
Értékelési formula	$E = \sum_{t=0}^T \frac{CF_t^{EF}}{(1 + k_E)^t}$	$V^{WACC} = \sum_{t=0}^T \frac{CF_t^{WACC}}{(1 + k^{WACC})^t}$	$V^{TCF} = \sum_{t=0}^T \frac{CF_t^{TCF}}{(1 + k^{TCF})^t}$	$V^{APV} = \sum_{t=0}^T \frac{CF_t^{WACC}}{(1 + k^*)^t} + \sum_{t=0}^T \frac{T_C \times k_D \times D_{t-1}}{\prod_{t^*=0}^t (1 + k_t^{APV})^t}$

Forrás: Saját szerkesztés

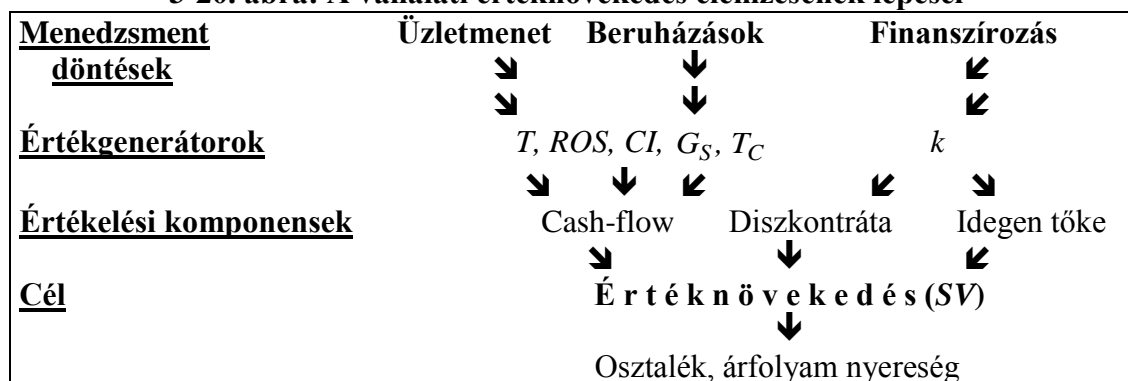
<sup>11</sup> Minden pénzáram nagyságot várható értéként interpretálhatjuk.

<sup>12</sup> Ha a társasági adóval korrigált tőkeköltséggel diszkontálunk, akkor az analóg a tankönyvi formulával.

### 3.12.5. A SV növekedés elemzésének lépései

Az eddig leírtak alapján már át tudjuk tekinteni a vállalatok értéknövekedésének vizsgálatának tartalmi elemeit, amit a **3-20. ábrában** bemutatunk.

**3-20. ábra: A vállalati értéknövekedés elemzésének lépései**



Forrás: Katits, 2002 és Katits – Szemán – Varga, 2017.

A **3-20. ábra** szerint a célt a tulajdonosi érték ( $SV = \text{Shareholder Value}$ ) növekedése jelenti. Az **SV meghatározásának lépéseit** az alábbiakban összegezzük:

1. A **szabad pénzáram jelenértékének** ( $PV = \text{Present Value}$ ) meghatározása a tervezési periódusra.
2. A **reziduális érték jelenértékének** meghatározása a tervezési időtartam utáni periódusra.
3. A szabad pénzáram kumulált  $PV$  és a reziduális érték  $PV$ , valamint a tőzsdei értékpapírok piaci értékének összegzésével nyerjük a **vállalati értéket**.
4. A vállalati értékből levonjuk az adósság piaci értékét, s ezzel kiszámoljuk a **részvényérték** ( $SV$ ) nagyságát.

A szabad pénzáram kalkulálását az értékgenerátorok segítségével, az alábbi szám adatokkal már a 3.12.3. fejezetben közöltük:

- |   |                 |
|---|-----------------|
| 1. $S_0$ = az előző periódus értékesítési nettó árbevétele      | 100 000 000 HUF |
| 2. $G_S$ = az értékesítés növekedési rátája                     | 10%             |
| 3. $ROS$ = az értékesítés megtérülése pénzáram alapon           | 15%             |
| 4. $T_C$ = társasági adóráta                                    | 9%              |
| 5. Pótlólagos beruházási ráta tárgyi eszközökbe és forgótőkébe  | 40%             |
| 6. $k$ tőkeköltség  | 10%             |
| 7. A társaság birtokában levő tőzsdei értékpapírok piaci értéke | 3 000 000 HUF   |
| 8. $D$ adósság piaci értéke                                     | 10 000 000 HUF  |

Az értékteremtők által meghatározott szabad pénzáram ( $FCF = \text{Free Cash Flow}$ ) levezetése a következő:

$$FCF = S_0 \times (1 + G_S) \times ROS \times (1 - T_C) - \Delta S \times I^{FA} - \Delta S \times I^{WC}$$

$$\text{Vállalati pénzáram} = 100 \times (1 + 0,1) \times 0,15 \times (1 - 0,09) = \underline{\underline{15\,015\,000\,HUF}}$$

$$\text{Szabad pénzáram} = 100 \times (1 + 0,1) \times 0,15 \times (1 - 0,09) - 100 \times 0,1 \times 0,4 = \underline{\underline{11\,015\,000\,HUF}}$$

5. év végi reziduális érték örökjáradék formulával:  $21,9834615/0,1 = 219,834615$  millió HUF  
A  $SV$  számítás menetét és eredményét a **3-18. táblázatban** követhetjük nyomon.

**3-18. táblázat: A SV kalkulációja (millió HUF)**

Év	CF	Kumulált PV	Reziduális érték PV	Kumulált PV + + Reziduális érték PV
1.	11,0150000	10,0	124	50 + 124 = 174
2.	12,1165000	20,0		
3.	13,3281500	30,0		
4.	14,6609650	40,0		
5.	16,1270615	50,0		
6. és utána	21,9834615			
			+ Tőzsdei értékpapírok	+ 3
			Vállalati érték	177
			- D piaci értéke	- 10
			<b>SV</b>	<b>167</b>

*Forrás: Katits – Szemán – Varga, 2017.*

Az örökjáradék formula feltevése nem annyira szigorú, mint ahogyan első pillanatra gondolnánk. Ez az eset azért áll fenn, mert a pénzáram a jelenben – egyre hosszabb időhorizontot tekintve – egyre kisebb. Például 1 millió HUF örökjáradék jelenértéke 10%-os tőkeköltség mellett  $1/0,1 = 10$  millió HUF. A **3-19. táblázat** mutatja az 1 millió HUF éves annuitás jelenértékét 5-25 év időtartamra.

**3-19. táblázat: 1 millió HUF örökjáradék és annuitás jelenértékének összehasonlítása 10%-os tőkeköltség mellett**

Év	Annuitás PV (HUF)	Az annuitás PV és az örökjáradék PV hányadosa (%)
5	3 790 000	38,0
10	6 144 600	61,4
15	7 606 100	76,0
20	8 513 600	85,0
25	9 077 000	91,0

*Forrás: Katits – Szemán – Varga, 2017.*

Tehát nem követünk el nagy hibát azzal a feltevessel, hogy a reziduális érték jelenértékét az örökjáradék formulával számszerűsítjük, mivel **egyre hosszabb időhorizonton és egyre növekvő tőkeköltség mellett** a legegyszerűbb tőkésítési formula, azaz **az örökjáradék értéke jó becslését adja az annuitás PV értékére is**. Az **örökjáradék** említett, ún. **standard módszere** számos esetben ésszerű formula a reziduális érték becsléséhez, mivel ez esetben azt feltételezzük, hogy a vizsgált társaság a tervezési időtartam után úgy növekszik, hogy éppen a **tőkeköltség szerinti megtérülést** éri el, s a *cash flow* konstans marad. Ezáltal a számolás lényegesen egyszerűsödik ahhoz képest, ha periódusról-periódusra diszkontálnánk a pénzáramot. Ellenben létezik számos olyan szituáció, amikor a cég megtérülése az előrejelzés utáni periódusban nem éri el vagy pedig meghaladja a tőkeköltséget. Ezekre a lehetőségekre a választ az örökjáradék módszer különböző variánsai adják meg<sup>13</sup>.

A **3-18. táblázatban** közölt számítás menete alapján az SV érték 167 millió HUF. Egy adott stratégiából származó értéknövekedést úgy tudjuk számolni, ha a becsült SV nagyságából levonjuk az előző periódus stratégiájának SV értékét. Esetünkben az előző periódus stratégiájának SV értékét a folyó periódusban tervezett beruházás előtti 11 830 000 HUF (= a 100 millió HUF értékesítési árbevétel és a 13%-os működési profithányad szorzatának adózás

<sup>13</sup> Ezek leírása megtalálható (Balogh – Bélyácz – László – Marosi – Szerb – Ulbert 1994, 459-482, Ross – Westerfield – Jordan 2008, Takács 2009, Damodaran 2006, 2010 és 2015).

utáni bázison számolt nagysága) pénzáram segítségével számoljuk ki, feltételezve a 3 millió HUF tőzsdei értékpapírok eladásából származó pénzáramot és az adósság 10 millió HUF piaci értéken vett nagyságát, valamint a 10%-os piaci tőkeköltséget.

$$\text{Előző stratégia SV értéke} = \frac{11,83}{0,1} + 3 - 10 = \underline{\underline{111\,300\,000\,HUF}}$$

$$\Delta SV = 167 - 111,3 = 56\,300\,000\,HUF$$

Tehát a választott stratégiából származó értéknövekedés 56 300 000 HUF, amely a beruházás után kalkulált 167 millió HUF és az előző periódus stratégiájának 111,3 millió HUF SV különbsége.

Ezek után a **stratégiából származó értéknövekedés meghatározásának lépései:**

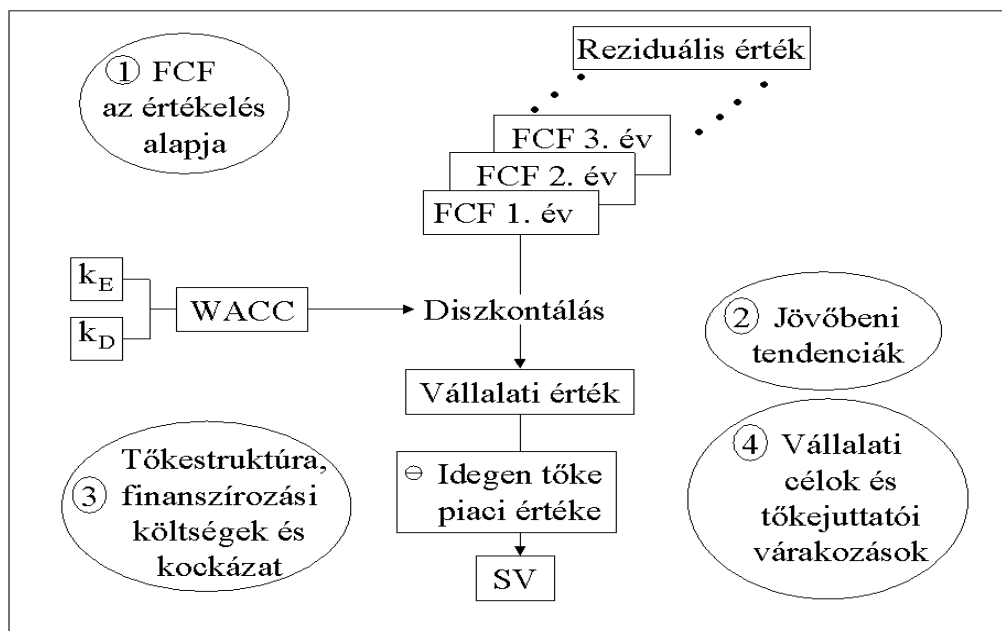
1. Az **FCF kumulált PV** kiszámítás.
2. A **reziduális érték PV** meghatározása
3. A **tőzsdei értékpapírok piaci értékének** figyelembe vétele.
4. Az **adósság piaci értéke** az előző három értéket csökkenti.
5. A fenti négy tétel összegzésével nyerjük a **folyó periódus SV** nagyságát.
6. Az **előző periódus stratégiája SV** értékének meghatározása.
7. A stratégiából származó értéknövekedés nagyságának eléréséhez a **folyó periódus stratégiájának SV értékéből levonjuk az előző periódus stratégiájának SV értékét.**

Abban az esetben (**válsághelyzetben**), ha egy **cég likvidációs értéke** meghaladja a várható pénzáramok diszkontált értékét, akkor az elemzésben a likvidációs értéket kell alkalmaznunk. Ekkor a stratégiából származó értéknövekedést az alábbiak szerint számolhatjuk ki:

$$\begin{aligned} \text{Stratégiából származó értéknövekedés} &= \text{Pénzáram kumulált PV értéke} \\ &\quad - \text{Periódus végi likvidáció PV értéke} \\ &\quad - \text{Folyó periódus likvidációs értéke} \end{aligned}$$

A **3-21. ábra** még egyszer áttekinti az SV számítás összetevőit.

**3-21. ábra: Az SV számítás összetevői**



Forrás: Katits – Szemán – Varga, 2017.

Ebben a részben a **tulajdonosi érték** ( $SV = \text{Shareholder Value}$ ) növelését **vállalati célként** szemléltük, ami alapvető stratégiai pénzügyi célkitűzés. Ennek oka egyrészt a liberalizált tőkepiac, másrészt pedig az, hogy a vállalati stratégia megfogalmazása, illetve megítélése csupán kvalitatív megfontolások alapján nem lehetséges. Az **időbeni és a kockázati komponenseket figyelembe kell venni**.

A **vállalati értéknövekedésre vonatkozó megfontolások kiinduló pontjának tekintjük az értékgenerátorokat**. Ezek alkalmazása azért ésszerű, mert azok az operatív üzletmenet, a beruházási, finanszírozási és adózás területek jellemzői, s fogalmazhatnánk úgy is, hogy a **vállalati értéknövekedés potenciáljai**.

Amennyiben bevonjuk a mérlegelésbe az **idegen finanszírozás és az adózás hatását**, úgy különböző értékelési eljárások léteznek, amelyeket együttesen a **diszkontált cash flow módszerhez** sorolunk. Ebben a részben szó volt a **súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC)**, a **teljes cash flow (TCF)**, az **Adjusted Present Value (APV)** és az **Equity pénzáram (EF)** koncepciókról. A diszkontált cash flow módszer **csak a társasági adót** veszi figyelembe, elhanyagolja a személyi jövedelemadót, például, a kifizetett osztalék esetében. **A WACC és az APV koncepció a társasági adófizetést az operatív cash flow-ra vonatkoztatja. Az APV koncepció az idegen finanszírozásból eredő adómegettakarítást az idegen tőke kockázattal korrigált** periódus-specifikus **tőkeköltségével** ( $k_t^{APV}$ ) diszkontálja, míg a **WACC felfogás**

esetében az idegen finanszírozás hatása a **súlyozott átlagos tőkeköltség** számításánál jelentkezik. A **TCF** és az **EF koncepció** az idegen finanszírozáshoz kapcsolódó adóvédelmet a **pénzáram kalkulálásánál** figyelembe veszi. A **TCF** a pénzáram meghatározásnál **nemcsak a projekthez kapcsolódó pénzáramot nézi, hanem a finanszírozási döntésből eredő pénzáramra is** tekintettel van. Az **APV** a **finanszírozási premisszákat rugalmasan kezeli** abban a vonatkozásban, hogy a teljes saját finanszírozású vállalat pénzáramát a saját tőkeköltséggel diszkontálja és az idegen tőkéhez társuló adómegettakarítást kockázat-ekvivalens kamatrátával konvertálja jelenértékké, behatárolt tervezési időhorizonton vagy pedig örökjáradék formulát alkalmazva. Itt megragadható két hipotézis aszerint, hogy az idegen finanszírozásnak van befolyása (nettó működési jövedelem elmélet) vagy pedig nincsen hatása (nettó jövedelem elmélet) a saját tőkeköltség alakulására. Az **EF** koncepciónál a **cash flow** meghatározás nehezebb, mivel a finanszírozás hatásától nem tekint el, s ezáltal a nettó működési jövedelem elméletet fogadja el. Ellenben problémát okoz az, ha az **EF** és a **WACC** a nettó működési jövedelem elmélet alapján végzi az értékelést, hiszen így a tervezési időhorizonton a finanszírozási arány (tőkestruktúra) is változik, ebből eredően a saját tőkeköltség is... és akkor, milyen tőkeköltséget használjunk diszkontrátaként? – Tehát nem véletlen az, hogy a **tőkestruktúra elemzésnek** nemcsak az ún. **statikus felfogása**, hanem napjainkban már az ún. **dinamikus felfogása is** létezik.

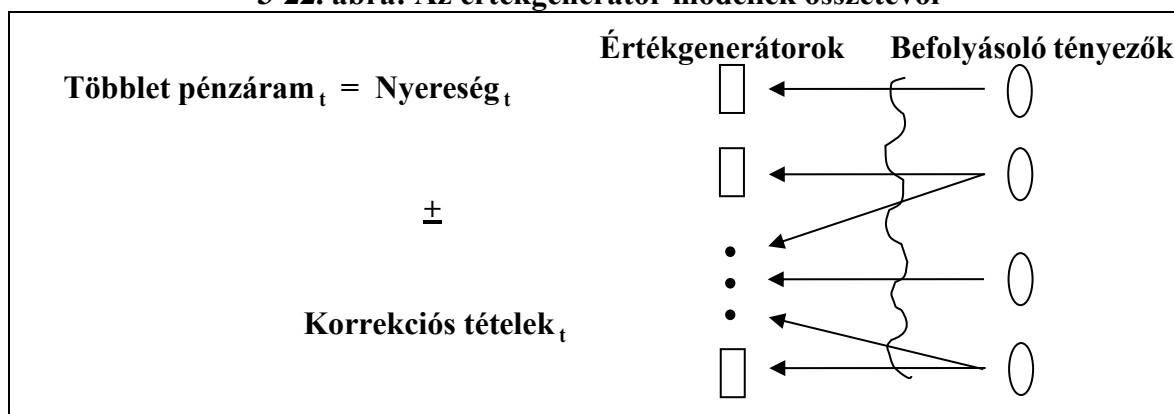
Végül pedig pontokba foglalva összegezhetjük a **vállalati értéknövekedés tervezésének-elemzésének** alapvető **sajátosságait**, amelyeket törekedtünk beépíteni tárgyalt gondolatmenetünkbe:

1. A **siker mértékét** nem az eredménykimutatásban meghatározott eredménykategória, hanem a **pénz be- és kiáramlásának egyenlege** mutatja.
2. Ez az eljárás **jövőorientált szemléletű**, hiszen tekintettel van a pénz időértékére, s ezáltal kezelni tudja a vállalat által generált pénzáramok eltérő kockázati jellemzőit, így pedig képes megragadni a kockázatot az értékelésnél.
3. **Alternatív** vállalati tervek, intézkedések, avagy **forgatókönyvek hatásait** veheti figyelembe a vállalati érték meghatározásánál.
4. **Mindazokat a tényezőket** tekintetbe veszi, amely jelentős **befolyást gyakorol a vállalati értékre**.

### 3.12.6. Az értékgenerátor modellek

A vállalati többlet pénzáram prognózisához használt **indirekt módszer** alkalmazásánál támaszkodhatunk a Rappaport által jelölt ún. értékgenerátorokra. A többlet pénzáram előrejelzése az indirekt módszer esetében az adózott nyereségből +/- korrekciós tételekből ered. Ezeket a tervezett értékeket, az értékgenerátorok alapján, könnyen számszerűsíthetjük. Az értékgenerátorok olyan tényezők, amelyek kapcsolatban állnak a vállalkozásunkat befolyásoló külső és belső tényezőkkel, például keresleti potenciállal, a versenypozícióval, a vállalati stratégiával (3-22. ábra).

3-22. ábra: Az értékgenerátor modellek összetevői



Forrás: Saját szerkesztés

1986 – a napvilágra került Alfred Rappaport által közölt felfogás – óta a vállalat-értékelési gyakorlatban és szakirodalomban a legkülönfélébb értékgenerátor-modellekkel találkozhatunk. Az **ún. értékgenerátor-modellek** különböző rendszere alatt a **számolási eljárások 3 családját** különböztethetjük meg:

1. Az értékgenerátor-modellek egy csoportjánál a **nyereséget az értékesítés megtérüléséből számolják.**
2. Egy további eljárás csoport a **tőkebevonásra vonatkozó nyereség meghatározására nyúlik vissza, amit a tőkemegtérüléssel megszoroz.**
3. **Átfogó eljárás mód**, amely magában foglalja az eredménykimutatás, a mérleg és a pénzáram számítás **integrált** tervezését.

#### ■ Egyszerű integrált eredmény-, mérleg és pénzügyi tervezés

Ebben a részben megismerjük a Hiller Zrt gazdálkodásának alapvető (tény)adatait és a pénzügyi tervére vonatkozó feltevéseit. Tétélezzük fel azt, hogy ismerjük a **3-20. táblázatban** megadott utolsó tény (záró)mérleget és a **3-21. táblázatban** közölt következő 3 évre vonatkozó tervezett adatokat és értékgenerátorokat!

3-21. táblázat: A Hiller Zrt záró mérleg tételei (millió HUF)

Eszköz		Forrás	
Tárgyi eszközök	150	Saját tőke	100
Készletek (anyag)	70	Hosszú lejáratú banki hitel	100
		Rövid lejáratú kötelezettség	20
<b>Összesen</b>	<b>220</b>	<b>Összesen</b>	<b>220</b>

Forrás: Saját szerkesztés

**3-21. táblázat: A Hiller Zrt gazdálkodására vonatkozó további adatok (millió HUF)**

Megnevezés	Tényév	1. tervév	2. tervév	3. tervév
Értékesítés nettó árbevétele	300			
Az értékesítési árbevétel növekedési rátája az előző évhez képest		10%	10%	10%
Készletek az értékesítési árbevétel százalékában		20%	20%	20%
Rövid lejáratú kötelezettségek az értékesítési árbevétel százalékában		20%	20%	20%
Anyagjellegű ráfordítások az értékesítési árbevétel százalékában		50%	50%	50%
Személyi jellegű ráfordítások az értékesítési árbevétel százalékában		30%	29%	28%
Beruházás tárgyi eszközökbe		50	40	30
Értékcsökkenési leírás		30	30	30
Kamatfizetési ráta banki hitelek után		10%	10%	10%
Hiteltörlesztés		0	50	50

*Forrás:* Saját szerkesztés

A fenti adatok ismeretében a **3-22. táblázatban** olvashatjuk a nyereségtervezéshez szükséges tételek alakulását.

**3-22. táblázat: A tervezett (társasági adóval nem korrigált) nyereség számítása (millió HUF)**

Megnevezés	Tényév	1. tervév	2. tervév	3. tervév
Értékesítés nettó árbevétele	300	330,0	363,00	399,300
Anyagjellegű ráfordítás		- 165,0	- 18,150	- 199,650
Személyi jellegű ráfordítás		- 99,0	- 10,527	- 111,804
Értékcsökkenési leírás		- 30,0	- 30,000	- 30,000
Kamat		- 10,0	- 10,000	- 5,000
Nyereség		26,0	36,230	52,846
Osztalékfizetés		26,0	26,230	32,846
Saját tőke változása		0	10,000	20,000

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

A **3-21.** és a **3-22. táblázat** adatai alapján összeállíthatjuk a következő 3 év mérlegtervezetét, amit a **3-23. táblázat** mutat. A 100 millió HUF 3 éves banki hitelfelvétel törlesztése a 2. évtől rátatörlesztéssel történik, mert az 1. év a türelmi idő.

**3-23. táblázat: A mérlegtervezetek (millió HUF)**

Megnevezés	Tényév	1. tervév	2. tervév	3. tervév
Tárgyi eszközök	150	170,0	180,0	180,000
Készletek	70	66,0	72,6	79,860
<b>Összes eszköz</b>	<b>220</b>	<b>236,0</b>	<b>252,6</b>	<b>259,860</b>
Saját tőke				
Saját tőke <i>régi</i>		100,0	100,00	110,000
+ Nyereség		26,0	36,23	52,846
- Osztalékfizetés		- 26,0	- 26,23	32,846
Saját tőke <i>új</i>	100	100,0	110,00	130,000



Kötelezettségek				
Hosszú lejáratú hitel	100	100,0	50,00	0
Rövid lejáratú kötelezettség	20	36,0	92,60	129,860
<b>Összes forrás</b>	<b>220</b>	<b>236,0</b>	<b>252,60</b>	<b>259,860</b>

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

A **3-22.** és a **3-23. táblázat**ok segítségével elkészíthetjük a **3-24. táblázat**ot.

**3-24. táblázat: A tervezett alapáramlási kimutatások (millió HUF)**

Megnevezés	1. tervév	2. tervév	3. tervév
Beruházás tárgyi eszközbe	50,0	40,000	30,000
Készletbeszerzés	0	6,600	7,260
Hiteltörlesztés	0	50,000	50,000
Rövid lejáratú kötelezettség csökkenése	0	0	0
Osztalékfizetés	26,0	26,230	32,846
<b>ALAPOK FELHASZNÁLÁSA</b>	<b>76,0</b>	<b>122,83</b>	<b>120,106</b>
Készletcsökkenés	4,0	0	0
Rövid lejáratú kötelezettség növekedése	16,0	56,60	37,26
<b>Belső finanszírozás</b>			
Nyereség kamat előtt	36,0	46,23	57,846
+ Értékcsökkenési leírás	30,0	30,00	30,000
= CF kamatfizetés előtt	66,0	76,23	87,846
– Kamatfizetés	10,0	10,00	5,000
= CF kamatfizetés után	56,0	66,23	82,846
<b>Külső finanszírozás</b>			
Hitelfelvétel	0	0	0
<b>ALAPOK FORRÁSA</b>	<b>76,0</b>	<b>122,83</b>	<b>120,106</b>

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

Származtassuk az előző táblázatból a többlet pénzáramokat (**3-25. táblázat**)!

**3-25. táblázat: A tervezett többlet pénzáramok alakulása (millió HUF)**

Megnevezés	1. tervév	2. tervév	3. tervév
Pénzáram a tulajdonosnak (nettó vagy <i>equity</i> módszer)	26,0	26,23	32,846
Pénzáram az összes tőkejuttatónak (bruttó vagy <i>entity</i> módszer)	36,0	86,23	87,846

*Forrás:* Saját szerkesztés

A saját tőkejuttatót, vagyis a tulajdonost megillető pénzáram nagyságát – a nettó módszer alkalmazásánál – az 'Osztalékfizetés' sora közvetlenül mutatja. A bruttó módszer felhasználásánál az összes tőkejuttatót megillető pénzáramot tekintjük: az 'Osztalékfizetés' mellett a 'Hitel törlesztése' (+), a 'Hitel felvétele' (–) és a 'Kamatfizetés' (+) szerepel.

Számoljuk ki a Hiller Zrt tulajdonosai számára a vállalati értéket a tényévre 10%-os kockázattal korrigált kalkulatív kamatrátánál! Az örökjáradék meghatározásához a 3. tervévi többlet pénzáramot feltételezzük az összes következő periódusban konstans többlet pénzáramként. A társaság értékeléséhez keresett tervezett többlet pénzáramot a **3-25. táblázat**ból vesszük a nettó módszer választásával. A tulajdonosi értéket megkapjuk ennek a többlet pénzáramnak a 10%-os kockázattal korrigált kalkulatív kamatrátával történő diszkontálásával a 4. tervévtől tervezett

örökjáradék jelenértékének hozzáadásával (**3-26. táblázat**). (Az örökjáradék értéke 4. évtől:  $32,846/0,1 = 328,46$  millió HUF.)

**3-26. táblázat: A Hiller Zrt értéke a tulajdonos szempontjából (millió HUF)**

Megnevezés	Tényév	1. tervév	2. tervév	3. tervév	4. tervévtől
Többlet pénzáram		26,0000	26,2300	32,8460	(32,846)
Diszkontfaktor		0,9091	0,8264	0,7513	
Jelenérték	397,45	28,6000	31,7400	43,7200	
<b>Jelenértékek összege</b>	<b>501,47</b>				

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

Tehát tulajdonosi szempontból a Hiller Zrt tulajdonosi értéke 501,47 millió HUF.

### 3.12.6.1. Az értékesítés megtérülési modellje

A DFG társaság értékesítésének nettó árbevétele  $t_0$ -ban 200 millió HUF, amelynek növekedési rátája 15%-os az ötéves tervezési időtartam alatt. A társaság azt prognosztizálja, hogy tartósan eléri az értékesítés megtérülését 12%-os mértékben. A növekedés indukálta beruházási ráta a befektetett eszközökbe 20%-os és a forgótőkébe 16%-os. A  $t_0$  értékelési időpontban a cég nem vesz fel hitelt. A kalkulatív kamatrátá 20%-os. Tehát adottak a következő **tervezett értékgenerátor** nagyságok:

- A nettó értékesítési árbevétel növekedési rátája = 15%
- Az értékesítés megtérülési rátája = 12%
- A nettó beruházási ráta tárgyi eszközbe ( $I^{FA}$ ) = 20%
- A nettó beruházási ráta forgótőkébe ( $I^{WC}$ ) = 16%
- A kalkulatív kamatrátá = 20%
- A tervezési (prognózis) időtartam hossza = 5 év

**A szabad pénzáramot (*Free Cash Flow*-t = *FCF*-t) formálisan, Rappaport szerint, a következőképpen definiálhatjuk:**

$$FCF = \text{Össztőke nyereség pénzáram alapon} - I^{FA} - I^{WC}$$

Számazzuk a fent megadott adatokból az *FCF*-t az ötéves tervezési időtartamra a Rappaport-modell szerint! **Mivel az amerikai formula az amerikai adórendszerre vonatkozik, itt eltekintünk az adózástól.**

**Rappaport a nyereséget minden egyes üzleti periódus forgalmának megtérüléseként tekinti. A nyereséget az idegen finanszírozási költség levonása előtt érti, mivel az idegen tőkét a bruttó (*entity*) módszer szerint vette figyelembe. Az értékesítés megtérülése (működési profithányaddal pénzáram alapon mérve) implikálja a vizsgált cég költségszerkezetét.** Egy periódus értékesítési árbevételét az előző periódus értékesítési árbevételéből vezetjük le, megszorozva az értékesítési árbevétel növekedési rátájával. Az **indirekten származtatott többlet pénzáram (*FCF*)** alapvetően az adott periódus nyereségéből áll, amit csökkentünk a periódus nettó beruházásával. Rappaport a nettó beruházást felosztja befektetett eszközökbe és forgótőkébe irányuló beruházásra. **A nettó beruházás akkor követelmény, ha az értékesítés abszolút módon növekszik, mivel a vállalati kapacitásokat emelni kell, valamint belép az értékesítési folyamatból a forgótőkébe történő megemelt tőkelekötés** (például megemelkedett készletállomány

nyersanyagban, félkész termékekben, késztermékekben, és a megemelkedett vevői követelések, amelyeket mérsékelnek például az emelkedő szállítói tartozások.) **A nettó beruházást az abszolút értékesítés növekményes bázisán** (jelenlegi periódus értékesítéséből levonjuk az előző periódus értékesítését) **számoljuk**. Ezt az abszolút értékesítés növekményes értékét megszorozzuk a tárgyi eszközbe és a forgótőkébe irányuló marginális beruházási rátával. A **nettó beruházási ráta** azt jelenti, hogy **a cég mennyivel növeli meg a megkövetelt tőkelekötést** (külön tárgyi eszközbe és forgótőkébe) **akkor, ha az értékesítés egységnyivel emelkedik**. Az összefüggések után számoljuk a nyereséget és az *FCF*-t az 1. tervévre! Ugyanígy végezzük a többi tervévre addig, amíg a tervezett növekedés tart. Ezután a **prognózis időtartam FCF nagyságaiból jelenlegi értéket számolunk**. Esetünkben az 1. tervév *FCF* nagysága 16,80 a következők szerint:

$$\begin{aligned} \text{Értékesítés}_t &= 200 \times (1+0,15) = 230,0 \\ \text{Nyerés}_t &= 200 \times 0,12 = 27,60 \\ \Delta \text{Értékesítés}_t &= 230 - 200 = 30,0 \\ I_t^{FA} &= 30 \times 0,2 = 6,0 & I_t^{WC} &= 30 \times 0,16 = 4,80 \\ \text{Nettó beruházás}_t &= 6,00 + 4,80 = 10,80 \\ \text{FCF}_t &= 27,60 - 10,80 = 16,80 \end{aligned}$$

A következő évekre hasonlóképpen végezhetjük el a számításokat. Az 5 éves tervezési időtartamra adódik a **3-27. táblázatban** közölt *FCF* konstans értékgenerátorok alapján, valamint a jelenlegi érték  $k = 20\%$ -os kalkulatív kamatlábnál.

**3-27. táblázat: A jelenérték számításának menete az 5 éves tervezési időtartamra az értékesítés megtérülési modellje alapján (millió HUF)**

Megnevezés	$t_0$	$t_1$	$t_2$	$t_3$	$t_4$	$t_5$
Értékesítés nettó árbevétele	200,00	230,0	264,50	304,18	349,80	402,27
Nyerés pénzáram alapú megfelelője		27,60	31,74	36,50	41,98	48,27
Az értékesítési árbevétel növ. rátája		30,00	34,50	39,68	45,63	52,47
Nettó beruházás tárgyi eszközbe		- 6,00	- 6,90	- 7,93	- 9,13	-10,49
Nettó beruházás forgótőkébe		- 4,80	-5,52	- 6,35	- 7,30	- 8,40
<i>FCF</i>		16,80	19,32	22,22	25,55	29,38
Diszkontfaktor ( $k = 20\%$ )		0,8333	0,6944	0,5787	0,4823	0,4019
Jelenértékek		14,0	13,42	12,86	12,32	11,81
<b>Jelenértékek összege</b>	<b>64,40</b>					

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

Ezek után számoljuk ki a **Residual Value** figyelembe vétele alatt az **SV-értéket!** **Rappaport azt feltételezi, hogy a tervezési időtartam lefutása után az értékesítés már nem növekszik.** Ezzel feltételez egy **(nominálisan) konstans FCF**-et (mint örökjáradékot, ún. *Perpetuity Cash Flow*-t). A részprognózis 5 éves időtartam *FCF* nagyságok jelenlegi értékéhez (64,40) hozzáadjuk a  $t_6$ -tól kezdődő és meghatározatlan ideig tartó többlet pénzáram jelenértékét. Rappaport itt azt feltételezi, hogy  $t_6$ -tól kezdve a forgalom nem növekszik, a nettó beruházási ráta értéke nulla, így a nyereség és a többlet pénzáram azonos lesz. Ez az örökjáradék, amelyet  $t_0$ -ra határozzunk meg az alábbi lépések szerint:

$$\text{Értékesítés}_{6,\text{stb.}} = \text{Értékesítés}_5 = 402,27$$

$$\text{Többlet pénzáram}_{6,\text{stb.}} = \text{Nyereség}_{6,\text{stb.}} = 402,27 \times 0,12 = 48,27$$

$$\text{Örökjáradék értéke} = 48,27/0,2 = 241,36$$

$$\text{Örökjáradék értéke } t_0\text{-ra diszkontálva} = 241,36 \times 0,3349 \approx 80,8$$

Rappaport az idegen tőkét a bruttó értékelési módszer alapján veszi figyelembe, vagyis a  $t_0$  értékelési napon fennálló idegen tőkét (példánkban nulla) le kell vonni, és megkapjuk az *SV*-értéket az alábbiak szerint:

Az 5 éves tervezési időtartam <i>FCF</i> jelenértékeinek összege:	64,40
Az örökjáradék jelenértéke:	80,80
Le: Idegen tőke értéke:	00,00
<b>SV</b>	<b>145,20</b>

Most pedig mutassuk meg azt, hogy az eddig közölt számítás egy egyszerűsített integrált eredmény-, mérleg- és pénzügyi tervezés! Feltételezzük azt, hogy a befektetett eszközök (ami most itt csak tárgyi eszköz) nyitó állománya 40 és a forgótőke nyitó állománya 32 millió HUF. Mivel nincsen idegen tőke állomány, a saját tőke könyvszerinti értéke a  $t_0$ -ban 72 millió HUF. Az eddigi példánkhoz illeszkedő számításokat a **3-28.**, **3-29.** és a **3-30. táblázatban** közöljük.

**3-28. táblázat: A tervezett nyereség alakulása (millió HUF)**

Megnevezés	$t_0$	$t_1$	$t_2$	$t_3$	$t_4$	$t_5$
Értékesítés nettó árbevétele	200,00	230,00	264,50	304,18	349,80	402,27
A társasági adóalapot csökkentő összes költség		–	–	–	–	–
		202,40	232,76	267,67	307,83	354,00
<b>Nyereség</b>		<b>27,60</b>	<b>31,74</b>	<b>36,50</b>	<b>41,98</b>	<b>48,27</b>

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

**3-29. táblázat: A tervezett mérlegek (millió HUF)**

Megnevezés	$t_0$	$t_1$	$t_2$	$t_3$	$t_4$	$t_5$
Befektetett eszközök	40,0	46,00	52,90	60,83	69,96	80,45
Forgótőke	32,0	36,80	40,32	48,67	55,97	64,36
<b>Nettó vagyon</b>	<b>72,00</b>	<b>82,80</b>	<b>95,22</b>	<b>109,50</b>	<b>125,93</b>	<b>144,82</b>
Saját tőke						
Saját tőke régi		72,00	82,80	95,22	109,50	125,93
+ Nyereség		27,60	31,74	36,50	41,98	48,27
– Osztalékfizetés		– 16,80	– 19,32	– 22,22	– 25,55	– 29,38
<b>Saját tőke új</b>	<b>72,00</b>	<b>82,80</b>	<b>95,22</b>	<b>109,50</b>	<b>125,93</b>	<b>144,82</b>

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

**3-30. táblázat: A tervezett alapáramlási kimutatás (millió HUF)**

Megnevezés	$t_1$	$t_2$	$t_3$	$t_4$	$t_5$
<b>Beruházás</b>					
Tárgyi eszközbe	6,00	6,90	7,93	9,13	10,49
Forgótőkébe	4,80	5,52	6,35	7,30	8,40
<b>Külső definszírozás</b>					
Hiteltörlesztés	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Osztalékfizetés	16,80	19,32	22,22	25,55	29,38
<b>ALAPOK FELHASZNÁLÁSA</b>	<b>27,60</b>	<b>31,74</b>	<b>36,50</b>	<b>41,98</b>	<b>48,27</b>

Tőke kivonás	0,00	0,0	0,00	0,00	0,00
<b>Belső finanszírozás</b> Nyereségből	27,60	31,74	36,50	41,98	48,27
<b>Külső finanszírozás</b> Hitelfelvétel	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>ALAPOK FORRÁSA</b>	<b>27,60</b>	<b>31,74</b>	<b>36,50</b>	<b>41,98</b>	<b>48,27</b>

Forrás: Saját számításon alapuló szerkesztés

### 3.12.6.2. A tőkebevonási és -megtérülési modell

Az előző példa alapján  $t_1$ -ben a nyereség 27,60 millió HUF. A saját tőke megtérülési rátája  $27,60/72 \Rightarrow 38,33\%$ . A profit visszatartási ráta (ami a nettó vagy újra beruházási ráta tárgyi eszközbe és forgótőkébe)  $10,80/27,60 \Rightarrow 39,13\%$ . Az 1. évben az  $FCF$  nagysága az alábbi:  
 $Nyereség_1 = 72 \times 0,3833 = 27,60$  millió HUF.

Visszatartott nyereség<sub>1</sub> =  $27,60 \times 0,3913 = 10,80$  millió HUF

$FCF_1 = 27,60 \times (1 - 0,3913) = 16,80$  millió HUF

A következő években a számított értékek a **3-31. táblázat**ban közöltek szerint alakulnak.

**3-31. táblázat: A jelenérték számításának menete az 5 éves tervezési időtartamra a tőkebevonási és -megtérülési modell alapján (millió HUF)**

Megnevezés	$t_0$	$t_1$	$t_2$	$t_3$	$t_4$	$t_5$
Saját tőke régi		72,00	82,80	95,22	109,50	125,93
Nyereség		27,60	31,74	36,50	41,98	48,27
Visszatartott nyereség		10,80	12,42	14,28	16,43	18,89
Saját tőke új	72,00	82,80	95,22	109,50	125,93	144,82
$FCF$		16,80	19,32	22,22	25,55	29,38
Diszkontfaktor ( $k = 20\%$ )		0,8333	0,6944	0,5787	0,4823	0,4019
Jelenértékek		14,0	13,42	12,86	12,32	11,81
<b>Jelenértékek összege</b>	<b>64,40</b>					

Forrás: Saját számításon alapuló szerkesztés

Az  $FCF$  és a saját tőke értéke azonos az előző esetben kapott eredménnyel. Tehát mindkét modell, **mind az értékesítés megtérülési modellje, mind pedig a tőkebevonási és -megtérülési modell ugyanannak a tervezési problémának a különböző megoldási lépései.** Végül is **mindkét modellvariáns egy átfogó vállalati tervezés kifejeződése.**

### 3.12.6.3. Az értékgenerátor modellek variánsai és tovább fejlesztésének lehetőségei

Az előzőekben tárgyalt esetek alapján érdemes elgondolkodni az értékgenerátorok variálásának és finomításának a lehetőségeiről.

**A Rappaport-féle alapmodell a jövőbeni periódusokban az összes változó állandóságából (például örökké tartó növekedésből) ered.** A különböző összefüggések egyes periódusokban történő javítása érdekében a **változókat individuálisan is az egyes tervezési periódusokra specifikálhatjuk.** Így, például, az értékesítés növekedési rátája  $t_1$ -ben 10%,  $t_2$ -ben 12%,  $t_3$ -ban 6%, -ben 4%, és így tovább. A többi értékgenerátor számára is **lehetséges a megfelelő időbeli differenciálás.**

További modellfinomításokat elérhetjük a **konkrét value driver-nagyságok felosztásával.** Így például az értékesítési árbevétel növekedési rátája 5%-os nagyságban 95%-os működési

költséghányad teljesítésével. Ezt a **működési költséget feloszthatjuk különböző költségkomponensekre**, mint anyag-, bér-, rezsiköltségekre, stb., amelyeket külön elemezhetünk és tervezhetünk. **Rappaport a nettó beruházás teljes összegét felosztja 'nettó beruházás tárgyi eszközbe' és 'nettó beruházás forgótőkébe', így adódhat két különböző marginális beruházási ráta. Ezeket még tovább differenciálhatjuk.** Megkülönböztethetjük az elemzésben és a tervezésben a nettó beruházást épületekbe, berendezésekbe, gépekbe, ügyvitel-technikai berendezésekbe, (alap-, segéd-, üzem-) anyagkészletekbe, követelésekbe, félkész termékekbe, késztermékekbe, pénzeszközökbe, szállítói tartozásokra, stb. Ezeken, az **ún. materiális beruházáson felül, az immateriális beruházásokba** (különösen az *IT* területén működő társaságok esetében) és a **pénzügyi befektetésekbe** (különösen diverzifikált tevékenységet folytató konszernek, holdingok esetében) **történő tőkelekötéssel kapcsolatos értékgenerátorokat egyaránt elemezhetjük és tervezhetjük.**

Mivel az egyik releváns paraméter, az *FCF* prognózisa végtelen szemléletű horizonton nem lehetséges, a pénzáram előrejelzése egy **fázismodell** keretében történik. Az operatív tervek általában a következő évre készülnek, míg a stratégiai tervek akár 10 éves időhorizontot is felölelhetnek. A **kétfázisú modell** esetében a tervezési időhorizont egyik részében van egy növekedési részprognózis, majd a 2., "maradék" fázisban konstans, éves többlet pénzáramot feltételez. A **háromfázisú modellben** megkülönböztethetjük – példa kedvéért – az alábbi tervezési struktúrát:

**1. fázis:** A **résztervezés** időhorizontja **3-5 év között**, és minden évre **konkrét terveket** készíthetünk. Az *FCF*-t periódusonként kellene számszerűsíteni az ismertetett formula alapján.

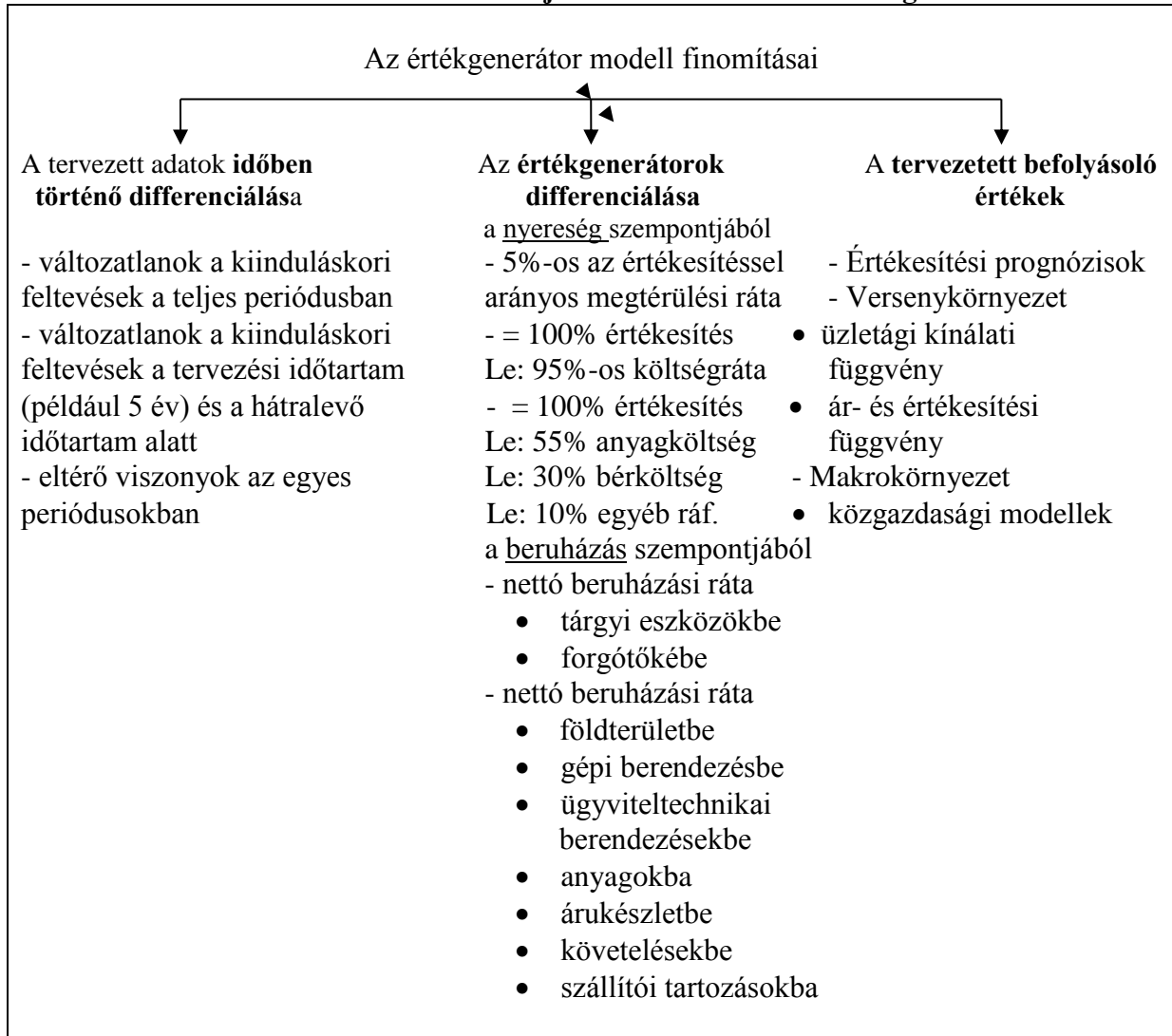
**2. fázis:** Az **alkalmazkodási fázis** időhorizontja **5-10 év között**, s a tervezés a **trendvárakozások** alapján történhet. Itt már nem lehetséges a *FCF* olyan részletes tervezése, mint az 1. fázisban, viszont különböző forgatókönyveket feltételezhetünk.

**3. fázis:** A **hátralevő vagy maradék fázis** időhorizontja a még hátralevő időtartam, s **konstans többlet pénzáram** elérését tervezzük.

**A Rappaport-féle alapmodellben az üzletági és a versenyszituáció befolyása csupán az 'értékesítési árbevétel növekedési rátája' és az 'értékesítéssel arányos megtérülés' értékgenerátorban létezik.** Ebben az alapmodellbe azonban további környezeti komponenseket is be lehet vonni. A vállalati stratégia és a konkurencia viszonyok hatása becsléséhez megpróbálhatjuk az **üzletági kínálati görbe** meghatározását. A **döntési fa-modell** segítségével a **befolyásoló tényezők hálózatát** is jól kiépíthetjük, illetve szemléltethetjük. Itt szembesülünk a gyakorlatban azzal a ténnyel, hogy egyre nagyobb probléma a szükséges adatok megragadása és feldolgozása, ezért a választott értékelési modellünk elfogadható, de még alkalmazásra megfelelő, egyszerűsítő feltevésekre épül.

A **3-23. ábra** összegzi és egyúttal áttekinti az *SV*-modell lehetséges változtatását, bővítését és kiegészítését.

### 3-23. ábra: A SV-modell javasolt módosítási lehetőségei



*Forrás: Saját szerkesztés*

Ennek a 3. nagy fejezetnek az összegzéseként azt valljuk, hogy a **belső és a külső vállalati növekedési mód nem kizárja, hanem kiegészíti egymást**, különös tekintettel egy sikeres kombinációban. A konkrét döntéshozatalnál tekintetbe kell vennünk különböző **ágazati és vállalat-specifikus állapotot, különösen a vállalatvezetés preferenciáit**, amelyek a különböző stratégiák előnyeinek heterogén súlyozása.

Napjainkban is a **vállalkozások hosszú távú sikerének záloga az innováción alapul. A fennmaradás motorja az innováció**, ami újra és újra **nagy befektetést előfeltételez**. A befektetés a **belső vállalati növekedés táptalaja**, mivel lehetővé teszi azt, hogy a vállalkozások innovatívak legyenek. Nem véletlenül a Rappaport-féle (1986) egyik vállalati értékteremtő tényező a pótlólagos árbevételhez szükséges pótlólagos befektetett eszköz és forgótőke igény nagysága, ami alacsony volt – sőt, nemcsak pozitív irányú változást mutatott – az általunk vizsgált adatbázisba tartozó nemzetgazdasági ágak és cégek esetében. Ez az innovációra fékező erőként hatott.

A tárgyalt növekedési utak és perspektívák a **látens válság szakaszában levő cégek** problémáinak megoldásához **reális alternatívák, optimista forgatókönyvek és offenzív vállalati politikák** lehetnek finanszírozási tartalékok megléte esetén, de ezt már nem mondhatjuk a kifejlett válságban levő gazdálkodókra. Nem véletlenül az, hogy a nagyobb növekedési lépések realizálásánál a döntő láncszem a **saját és az idegen tőkét biztosító kör**

A **kkv-szektorba tartozó cégek** esetében a **belső növekedés** a 'normális', természetes út, mivel a külső növekedés útja kizárható a tőke elégtelensége vagy éppen hiánya miatt. Ugyanakkor a **nagyvállalati szektor** termelési programjai vagy éppen megtérülési megfontolásai miatt is a **belső növekedés** tűnik ésszerű útnak, viszont eszköz- és tőkefedezetük lehetővé teszi azt, hogy ezt külső növekedési utak kombinációjával valósítsák meg. A **stagnáló iparágak és a látens válság szakaszában levő cégek a külső növekedési úton** próbálnak haladni a piac-stratégiai kényszerűségből eredően. A **kifejlett válságban levő vállalkozások** számára kiutat jelent(het) a **külső növekedés, de nem maradhat el a kritikus, objektív és kíméletlen bázisvizsgálatuk**. Az empirikus elemzésekből kapott eredmények és következtetések alapján javasoljuk **mikro-gazdálkodói szinten** az alábbi tényezők megfelelő mixtúrájának kialakítását:

A **belső finanszírozási erő és a külső forrásbevonó képesség** erősítése

+ a **befektetési tevékenység**, ami „táptalaj” a belső vállalati növekedés számára, s ez utóbbi éppen az **innováció motorja**

+ a **helyes vállalati életciklus kezelés**

+ a **belső, a fenntartható, a finanszírozható és az önfinanszírozható növekedési rátákon alapuló pénzügyi tervezési módszertan kialakítása** defenzív (pesszimista), reális és offenzív (optimista) forgatókönyvek készítésével

a **korai figyelmeztető, felismerő és előrejelző rendszereken alapuló új hálózati-üzleti modellek alkalmazásával**.



## 4. A VÁLLALATI MŰKÖDÉS MEGŐRZÉSÉNEK PÉNZÜGYEI

Létezik a vállalati válságmenedzselésnek egy olyan típusa, amely a prevenciót szolgálja, s a vállalat normál üzletmenetéhez is kapcsolódik. Ekkor a **vállalati tevékenység normális mederben folyik, a vállalat piaci helyzete stabil, realizálja az ágazatában szokásos nyereséget, esetleg annál is többet.** Ebben a részben ezért feltárjuk a vállalati működés megőrzésének, a vállalati folyamatok zavartalan tovább folytatásának ("sem növekedés, sem válság" időszakának) **pénzügyi koncepcióit.** Ezek olyan **számításokra, kalkulációkra** épülnek, amelyek segítséget jelentenek a vállalkozás következő periódusában a működés megőrzéséhez, illetve olyan **támpontokat tartalmaznak, amelyek megvalósításával biztosíthatjuk a hanyatló tendencia bekövetkezése elleni hatásos fellépést.** Hangsúlyozzuk azt, hogy a **vállalkozás belső tényezőin kívül a külső környezeti hatásokat is figyelembe vesszük,** ami a gyakorlatban történő alkalmazhatóságra hívja fel a figyelmet.

### 4.1. A jövedelemtermelő képesség fenntartása fedezeti analízis segítségével

A vizsgált társaság egyik új részlegének következő negyedéves működési lehetőségének tervezéséhez ismerjük a következő adatokat: a várható értékesítési árbevétel nagysága 23 500 000 HUF, az összes működési költség 20 250 000 HUF, amelyből a fix kiadás (amortizáció nélkül) 15 800 000 HUF. Vajon lehetséges az 1. negyedévben a megrendeléseket teljesíteni?

Várható fedezeti árbevétel cash alapon (értékcsökkenési leírás nélkül):

$$TR_f = \frac{FC}{1 - \frac{\sum_{i=1}^n v c_i \times Q_i}{\sum_{i=1}^n p_i \times Q_i}} = \frac{FC}{1 - \frac{VC}{TR}} = \frac{15\,800\,000}{1 - \frac{4\,450\,000}{23\,500\,000}} \approx \underline{\underline{17\,350\,000 \text{ HUF}}}$$

Mivel a fedezeti árbevétel a várható értékesítési árbevételt nem éri el, ezért az új részleg fizetőképessége és nyereséges működése biztosított.

Ha az eladási ár  $p = 250$  HUF/darab, akkor 94 000 darab ( $= 20\,350\,000/250$ ) terméket lehetne értékesíteni. Így egy terméknek a változó költség tartalma durván 47 HUF.

Várható fedezeti volumen cash alapon (értékcsökkenési leírás nélkül):

$$Q_f = \frac{FC}{p - vc} = \frac{15\,800\,000}{250 - 47} = \underline{\underline{77\,833 \text{ darab}}}$$

Tehát a fizetőképesség megőrzéséhez szükséges volumenadat kisebb, mint a várható volumenadat, így ha értékesítik a várható volument és a vevők készpénzben fizetnek, akkor a 21%-os biztonsági koefficiensnél nagyobb volumencsökkenés esetén a cég fizetőképessége veszélybe kerül.

### 4.2. A termelési lehetőségek vizsgálata a piaci kereslet függvényében

Az előző fejezetben szereplő példát folytatva a következő információkkal rendelkezünk: a részleg egy műszakban (8 óra/műszak) dolgozik. A termelés 23 törvényes munkaszüneti napon szünetel az 1. negyedévben. Folyamatos üzemet feltételezve, a tervszerű megelőző karbantartási idő miatti negyedéves munkaidő kiesés 20 óra. Egy műszak alatt maximum 4000 termék előállítására van mód, így a kapacitás teljesítménynorma  $4\,000 \text{ darab} / 8 \text{ óra} = 500 \text{ darab/óra}$ . Az intenzív kihasználás: 90% (ami az átbecsátóképesség teljesítménynorma és a kapacitás teljesítménynorma hányadosa).

Naptári időalap:  $90 \times 24 = 2\,160 \text{ óra}$

Hasznos időalap:  $2\,160 - 20 = 2\,140 \text{ óra}$

Munkarend szerinti hasznos időalap:  $2\,140 \text{ óra} - 67 \times 16 - 23 \times 24 = 516 \text{ óra}$

Ha nincsen veszteségidő (vagyis például nincsen anyaghiány, áramkimaradás, a gépeket nem kell le- vagy átállítani), akkor a produktív időalap 516 óra a vizsgált negyedévben.

Kapacitás =  $2\,140 \times 500 = \underline{1\,070\,000 \text{ darab/negyedév}}$

Átbocsátóképesség =  $516 \times 450 = \underline{232\,200 \text{ darab/negyedév}}$

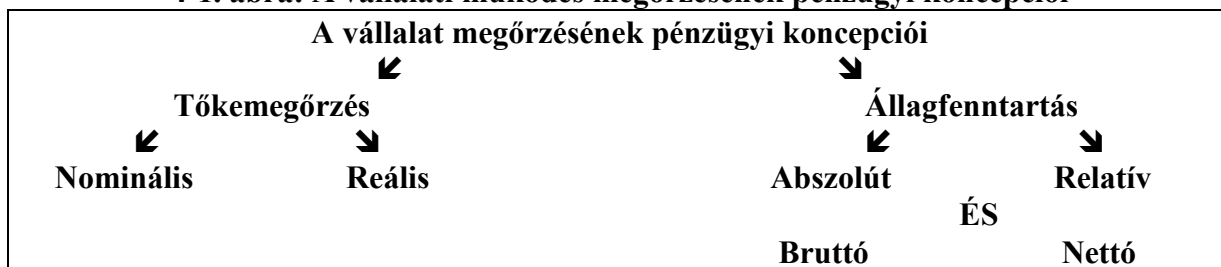
Tehát a részleg bőven képes teljesíteni a várható piaci igényeket, sőt, többlet megrendelés teljesítésére is képes.

#### 4.3. A tőkemegőrzés és a fizikai vagyon fenntartása az árszínvonal változás és a technikai fejlődés függvényében

Itt olyan különböző pénzügyi koncepciók példászerű vizsgálatáról lesz szó, amelyek szükségesek lehetnek a zavartalan vállalati működés megőrzéséhez. Vajon a felhasznált/elfogyasztott áru pótlásakor, a nyereség meghatározásnál azonos áru újra beszerzését feltételezzük? Vagy a technológia (leg)újabb vívmányait is magában foglaló pótló beruházás eredményeként képződött nyereséggel kalkuláljunk az eddig elért üzletmenet fenntartásához szükséges eszközök beszerzésekor? – Itt még számos olyan kérdéseket tehetnénk fel, amelyekre éppen a sorra kerülő részekben igyekszünk választ adni.

**A működés fenntartásához szükséges összeget az üzleti tranzakciókból származó nyereség (pénzáram) meghatározás folyamatából vezetjük le. Tehát a nyereség mérése a tranzakciók természetének, avagy kockázatosságának függvénye. A 4-1. ábra áttekinti a vállalati zavartalan működés fenntartásának pénzügyi koncepcióit.**

4-1. ábra: A vállalati működés megőrzésének pénzügyi koncepciói



Forrás: Saját szerkesztés

Amennyiben 'a vállalkozás működésének hosszú távú biztonságát' tekintjük célnak, úgy ennek lehetséges konkretizálását a **4-1. ábrában** közreadott pénzügyi koncepciók jelentik. Felfogásunk szerint a vállalati működés megőrzése egyrészt a (pénz)**tőke megőrzését**, másrészt pedig a (materiális vagy dologi) **vagyon állagának fenntartását** (physical capital maintenance vagy Substanzerhaltung) **jelenti**. Mindkét felfogás **megegyezik konstans beszerzési és értékesítési árak feltevése esetén**, vagyis a periódus végén a vállalati működés eredményeképpen **ugyanannyi pénzügyi forrás** áll rendelkezésre, mint ugyanennek a periódusnak az elején, így a **termelési tényezők azonos mennyiségét tudjuk újra beszerezni** és bevonni a folyó periódus termelési, valamint értékesítési folyamatának végrehajtásához. Emelkedő árak idején, periódusról-periódusra, több pénzegységet igényel a termelési tényezők e mennyiségének újra beszerzése.

Itt a pénzügyi eszközök alkalmazásával meg szeretnénk őrizni a zavartalan vállalati működést. Vajon a vállalati és a termék szintű fedezet biztosítja a jövedelmező működést? A termelési kapacitás mennyire rugalmas a változó piaci igényhez? A képződött működési pénzáram nagysága elég az üzletmenet zavartalan fenntartásához? Vajon a felhasznált/elfogyasztott áru pótlásakor, a nyereség meghatározásnál azonos áru újra beszerzését feltételezzük? Vagy a technológia (leg)újabb vívmányait is magában foglaló pótló beruházás eredményeként képződött nyereséggel kalkuláljunk az eddig elért üzletmenet fenntartásához szükséges eszközök beszerzésekor? – Itt számos olyan kérdést tehetnénk fel, amelyekre éppen itt igyekszünk választ adni. A **4-1. ábra** szemlélteti azokat a pénzügyi elemeket, amelyek a működés megőrzésénél elengedhetetlenül fontosnak tartunk.

**4-1. ábra: A vállalati működés megőrzésének javasolt pénzügyi elemei**



*Forrás: Saját szerkesztés*

#### 4.3.1. A nominális és a reális tőkemegőrzés

**A tőkemegőrzés a vállalati folyamatok zavartalan tovább folytatásának előfeltétele.** Ennek érdekében az év eleji (nyitó) tőkét feltétlenül meg kell őrizni, még azelőtt, hogy az éves nyereséget elismerték volna. **A tőkemegőrzés során a vállalat anélkül rendelkezik tőkehozamokkal, hogy a tőke állományában visszaesés lenne. A megfontolás tárgya az, hogy a tőkeállomány nagyságát vajon nominális vagy reális értéken vegyük-e figyelembe.** Tehát a tőke megőrzését lehet egyrészt nominális értéken, másrészt reális értéken mérni, ez alapján megkülönböztetjük a **nominális és reális tőkemegőrzést**.

Például, ha hosszú távon 1 millió euróval rendelkezünk és a jövőbeni átlagos reálkamat – mondjuk – 3%-os, akkor anélkül, hogy a tőkeállomány reális vásárló erejét megsértenénk, 30 ezer euróval rendelkezünk, s ezt az összeget kivonhatjuk, teaurálhatjuk, felhasználhatjuk, etc. Amennyiben azt feltételezzük, hogy nominális tőkemegőrzésnél 6%-os az átlagos kamatrátá, úgy 60 ezer euróval rendelkezünk, míg reálisan csak 30 ezer euróval. Itt különösen az **inflációval** összefüggésben, a pénzérték csökkenéséből adódnak a problémák. Nyilvánvaló az, hogy egy vállalkozás létezése attól függ, hogy a befektetett tőkét milyen mértékben és hogyan tudja/képes tartósan megőrizni. Ez jelenti a pénzügyi források visszatartását/megtakarítását oly módon, hogy az osztalék és társasági adó kifizetése után a vállalkozásunknak elegendő forrás álljon rendelkezésre a termelési-működési folyamatok változatlan fenntartásához. Ezt megragadhatjuk mind nominálisan vagy reálisan, mind pedig vállalkozásunk gazdasági teljesítőképességének megtartásához is.

### ■ A nominális tőkemegőrzés

A **nominális tőkemegőrzés elve** szerint a mérleg szerinti tiszta vagyonnak (figyelembe véve az esetleges befektetéseket és a várható osztalékot) – pénzegységben mérve – év végén éppen olyan nagyságúnak kell lenni, mint ugyanazon év elején. **Nem veszi figyelembe az évközi nemzetgazdasági pénzérték változásait és ennek eredményeképpen a termelési folyamatban felhasznált termelési tényezők újra beszerzési árának változását sem.** A nominális tőkemegőrzés ezért **csak stabil gazdasági viszonyok idején** alkalmas a vállalati teljesítőképesség változatlan szintjének biztosításához (Wöhe – Kaiser – Döring 2010). Az éves nyereség az évközi tiszta vagyon növekedésével lesz azonos. Nézzünk erre egy egyszerű példát!

A MaxTech kereskedéssel foglalkozó társaságnak a 100 millió HUF áron beszerzett árujának (ELÁBÉ) eladásából 150 millió HUF nettó értékesítési árbevétele keletkezett. A beszerzési ár az év elején érvényes beszerzési árral azonos. Mennyi az adózás előtti nyereség nagysága akkor, ha más költségtényezőt nem veszünk figyelembe?

Nettó értékesítési árbevétel – Beszerzési költség =  $150 - 100 = 50$  **millió HUF adózás előtti nyereség.** Tehát az adózás előtti nyereség 50 000 000 HUF a nominális tőkemegőrzés elve szerint.

### ■ A reális tőkemegőrzés

A **reális tőkemegőrzés elve** szerint a mérleg szerinti tiszta vagyon értéke ugyanolyan mértékben emelkedik, mint a mértékadó árindex. Eszerint akkor keletkezik nyereség, ha a vizsgált periódus záró vagyonának **vásárlóereje** meghaladja a nyitó vagyon vásárló erejét. Folytassuk a már közreadott előző példával!

Határozzuk meg az éves nyereséget a reális tőkemegőrzés elve szerint arra az esetre, amikor is a szóban forgó év kezdetétől év végéig a mértékadó árindex 10%-kal emelkedik!

A fent közölt példa adataival a **reális tőkemegőrzés elve** szerint a következőképpen alakul a nyereségszámítás:

Nettó értékesítési árbevétel – Beszerzési költség  $\times 1,1 = 150 - 110 = 40$  **millió HUF adózás előtti nyereség.** Tehát a beszerzési költség 10%-os áremelkedése miatt – a nominális tőkemegőrzés esetéhez képest – az adózás előtti nyereség 10 millió HUF összeggel kevesebb.

#### 4.3.2. Az abszolút és a relatív állagfenntartás

Az **állagfenntartás** (*physical capital maintenance* vagy *Substanzerhaltung*) **elve** szerint a periódus nyereségét nem úgy kapjuk, hogy kiszámoljuk, mennyivel haladja meg a pénzeszköz záró nagysága a nyitó értéket, hanem aszerint határozzuk meg, hogy kiszámoljuk, mennyivel nagyobb az értékesítési árbevétel a folyó periódusban felhasznált termelési tényezők újra beszerzéséhez szükséges pénzösszeghez képest. Állagfenntartásról akkor beszélünk, ha a periódus értékesítési árbevételéből újra be tudják szerezni a felhasznált, illetve likvidált vagyontárgyakat (emelkedő árak mellett is) (Eckhardt 2013, Hax 2013). A nyereség az értékesítési árbevétel azon része, ami már nem a felhasznált, illetve likvidált vagyontárgyak újra beszerzéséhez szükséges. Ennek következtében a nyereség **nem 'látszat', hanem igazi, értékesítés során realizált nyereség, ami befolyásolja a kifizethető osztalék felső határát.** Ennek illusztrálására vegyük a már említett példát, de egészítsük ki egy adattal!

A MaxTech kereskedő társaság által beszerzett áruk év eleji beszerzési ára 100 000 000 HUF és a záró mérleg készítés időpontjában az ugyanolyan minőségű és mennyiségű áru újra beszerzési ára 120 000 000 HUF nagyságra emelkedik, miközben az év folyamán az értékesítési árbevétel 150 000 000 HUF. A beszerzési ár mellett nem vesszük figyelembe további költségeket.

1. Mennyi a társaság teljes nyeresége?
2. Hogyan oszlik meg a teljes nyereség az értékesítés során realizált és az áremelkedésnek köszönhető 'látszat' nyereségre?
3. Vajon sor kerülhet-e az év végén osztalékfizetésre?
4. Hány százalékos társasági adórata felett szükséges pótlólagos forrás az állagfenntartáshoz?

1.	Értékesítési árbevétel – Beszerzési ár	= <b>Teljes nyereség</b>
	150 000 000 – 100 000 000	= <b>50 000 000 HUF</b>
2.	Értékesítési árbevétel – Újra beszerzési ár	= <b>Realizált nyereség</b>
	150 000 000 – 120 000 000	= <b>30 000 000 HUF</b>
	Újra beszerzési ár – Beszerzési ár	= <b>'Látszat' nyereség</b>
	120 000 000 – 100 000 000	= <b>20 000 000 HUF</b>
3.	Teljes nyereség (adózás előtt)	50 000 000
	– Társasági adó (9%)	4 500 000
	Adózott teljes nyereség	45 500 000
	– 'Látszat' nyereség	20 000 000
	<b>Várható osztalék</b>	<b>25 500 000 HUF</b>

4. Amennyiben az adózott teljes nyereség nagysága nem éri el a 20 000 000 HUF 'látszat' nyereség (*Scheingewinn* vagy *fictitious profit*) nagyságát, úgy pótlólagos forrás szükséges az állagfenntartáshoz. Ha a társasági adófizetés 30 000 000 HUF összegnél, azaz a teljes nyereség 60 százalékánál több (ez irreális eset lenne), akkor szükséges a kiegészítő tőke bevonása. Tehát **adózás utáni, pótlólagos forrás nélküli állagfenntartás úgy lehetséges, amennyiben a társasági adó teher nem haladja meg a realizált nyereséget.**

Az állagfenntartásnak megkülönböztetjük abszolút és relatív formáját.

#### ■ Az abszolút állagfenntartás

Az abszolút állagfenntartásról akkor beszélünk, ha a periódus értékesítési árbevételéből újra be tudjuk szerezni **azonos mennyiségben és minőségben** a működési folyamatban felhasznált vagyontárgyakat, vagyis reprodukálni tudjuk a periódusban felhasznált összes termelési

tényezőt. Így ez a koncepció **kizárólag statikus** és ezért nincsen gyakorlati jelentősége. Nézzük meg a már közölt példánkat arra vonatkozóan, hogyan számítjuk a(z) (adózás előtti) nyereséget abszolút állagfenntartás esetén!

Abszolút állagfenntartás esetén az **adózás előtti nyereség** nagysága az alábbi:

$$150\,000\,000 - 120\,000\,000 = \mathbf{30\,millió\ HUF}$$

#### ■ A relatív állagfenntartás

Egy dinamikus gazdaságban működő vállalatnak – hosszú távon – nem marad változatlan sem a termelési technikája, sem pedig a termelési és értékesítési programja. Ezen a statikus szemléletmódon túllép a relatív állagfenntartás azáltal, hogy figyelembe veszi a **technikai fejlődést és a nemzetgazdaság vagy az üzletág növekedési folyamatát**. Tehát ekkor az újra beszerzés folyamata mögött növekedési elképzelések húzódnak meg. A vállalkozás figyelme ekkor arra irányul, hogy a konkurenciával (annak technikai színvonalával) összehasonlítva, 'lépést tudjon tartani' (Schneck 2006, 47).

A MaxTech cég év végén az ugyanolyan minőségű termék újra beszerzéséért 120 000 000 HUF, míg a technikai fejlődést figyelembe vevő termék esetében 130 000 000 HUF összeget fizet. Az év során a fogyasztói árindex 10%-os. Mekkora a(z) (adózás előtti) nyereség nagysága relatív állagfenntartás esetén?

A relatív állagfenntartás esetén az **adózás előtti nyereség** nagysága az alábbi:

$$150\,000\,000 - 130\,000\,000 = \mathbf{20\,millió\ HUF}$$

Foglaljuk össze a **4-1. táblázatban** a négy esetben számított végeredményeket, de előtte újra pillantsunk az adatokra!

A MaxTech kereskedő társaság által beszerzett áruk év eleji beszerzési ára 100 000 000 HUF és a záró mérleg készítésének időpontjában az ugyanolyan minőségű termék újra beszerzési ár 120 000 000, míg a technikai fejlődést figyelembe vevő termék esetében ugyanez 130 000 000 HUF. Az év során a fogyasztói árindex 10%-os. Mekkora a(z) (adózás előtti) nyereség nagysága nominális és reális tőke megőrzés mellett, valamint abszolút és relatív állagfenntartás esetén?

A társaság eddigi zavartalan működése az alábbi négy különböző nyereség meghatározás mellett őrizhető meg (**4-1. táblázat**).

**4-1. táblázat: A nyereség meghatározása a négy elv mellett**

A vállalat megőrzésének elve	(Adózás előtti) nyereség meghatározása (HUF)	(Adózás előtti) nyereség (HUF)
Nominális tőke megőrzés	Értékesítési árbevétel – Beszerzési ár 15 000 000 – 100 000 000	+ 50 000 000
Reális tőke megőrzés	Értékesítési árbevétel – Beszerzési ár x Árindex 150 000 000 – 100 000 000 x 1,1	+ 40 000 000
Abszolút állagfenntartás	Értékesítési ár – Újra beszerzési ár (azonos minőségű) 150 000 000 – 120 000 000	+ 30 000 000
Relatív állagfenntartás	Értékesítési ár – Újra beszerzési ár (technikailag fejlettebb) 150 000 000 – 130 000 000	+ 20 000 000

Forrás: Saját szerkesztés

Ne feledkezzünk meg arról, hogy előfordulhat a következő eset: mialatt az első három elvnél eltérő nagyságú nyereséget, a relatív állagfenntartásnál veszteséget is kaphatunk!

#### ■ Állagfenntartás értékcsökkenési leírásból

Nem hagyhatjuk figyelmen kívül azt sem, hogy miként alakul a vagyontárgyak pótlásához vagy újra beszerzéséhez szükséges **amortizáció** nagysága. Nézzünk meg ismét egy példát arra vonatkozóan, hogyan számítjuk az amortizációt nominális és reális tőke megőrzés mellett abszolút és relatív állagfenntartás esetén!

Egy fuvarozással foglalkozó cég az év elején vásárol 9 millió HUF értékben egy tehergépkocsit, amit 4 éves használat után értékesít 1 millió HUF összegért. Egy új, hasonló technikai paraméterekkel rendelkező tehergépkocsi ára a pótlás időpontjában (4. év végén) várhatóan 11,4 millió HUF összegbe kerül. Ugyanebben az időpontban a legújabb technikai színvonalon álló tehergépkocsit nem tud beszerezni a cég 12 800 000 HUF alatt. A fogyasztói árindex 10%-os. Mekkora az éves amortizáció (értékcsökkenési leírás) nagysága lineáris leírási módszerrel nominális és reális tőke megőrzés mellett, valamint abszolút és relatív állagfenntartás esetén?

A **4-2. táblázat** mutatja a cég eddigi zavartalan működéséhez szükséges amortizáció nagyságát a tárgyalt négy elv mellett.

**4-2. táblázat: Az amortizáció meghatározása a négy elv mellett (millió HUF)**

A vállalat megőrzésének elve	Amortizáció meghatározása	Éves amortizáció
Nominális tőke megőrzés	$\frac{9 - 1}{4}$	<b>2,00</b>
Reális tőke megőrzés	$\frac{9 - 1}{4} \cdot 1,1$	<b>2,20</b>
Abszolút állagfenntartás	$\frac{11,4 - 1}{4}$	<b>2,60</b>
Relatív állagfenntartás	$\frac{12,8 - 1}{4}$	<b>2,95</b>

*Forrás:* Saját szerkesztés

A fenti példából jól látszik az, hogy az abszolút és a relatív állagfenntartáshoz szükséges amortizáció mértéke eltér egymástól. Igazoljuk ezt az állítást egy másik példával is!

Egy gépi berendezés bruttó értéke 10 millió HUF, a leírási időtartama 5 év, a lineáris leírási kulcs 20%-os mind a napi, mind a bruttó értékre vetítve. A **4-3. táblázat** mutatja az éves amortizáció alakulását a napi és a bruttó értékre vetítve.

**4-3. táblázat: Az éves amortizáció alakulása a napi és a bruttó értékre vetítve (millió HUF)**

Év vége	Újra beszerzési ár	Amortizáció az újra beszerzési árra vetítve	Amortizáció a bruttó értékre vetítve
1.	10	2,0	2,0
2.	16	3,2	2,0
3.	20	4,0	2,0
4.	15	3,0	2,0
5.	16	3,2	2,0

<b>Összesen</b>		<b>15,4</b>	<b>10,0</b>
<b>Hiányzó összeg</b>		<b>5,4</b>	<b>0</b>

*Forrás: Saját szerkesztés*

A példa azt mutatja, hogy lineáris leírás mellett 5 év után a nominális tőkemegőrzés biztosítható, miközben 15 400 000 HUF amortizáció szükséges a relatív állagfenntartás eléréséhez. A pótló beruházás finanszírozáshoz 5 400 000 HUF összeg hiányzik. Tehát az **eredeti bruttó (beszerzési) áron számított értékcsökkenési leírás nem elég a berendezés pótlásának finanszírozáshoz emelkedő újra beszerzési árak esetén. Mindaddig, amíg ez érvényes, a pótló beruházás finanszírozásánál forráshiány fog mutatkozni, amit más finanszírozási úton kell pótolni.**

Ezek után érdemes számolni az **inflációs nyereség igény** nagyságát – a leggyakrabban alkalmazott – lineárisan elszámolt értékcsökkenési leírás esetére.

Egy cég a 112 millió HUF bekerülési értékű eszközt, 5 év alatt lineárisan amortizál. Az elmúlt évek inflációs rátája a következőképpen alakult: 11, 9, 8 és 6%. Mekkora lesz ennek az eszköznek az inflációs nyereségigénye tekintettel a marginális 9%-os társasági adófizetési kötelezettségekre?

Halmazott inflációs ráta :  $1,11 \times 1,09 \times 1,08 \times 1,06 - 1 = 0,385$

Az adott eszköz inflációs nyereségigénye társasági adóhatással az alábbi :

$$\frac{112}{5} \times 0,385 \times \frac{1}{1-0,09} \approx 9,5 \text{ millió HUF}$$

Mi történik akkor, ha az eszköz használati (amortizációs) élettartama alatt árszínvonal csökkenés (defláció) van? Ebben az esetben inflációs nyereségigény helyett deflációs nyereségtöbblet nagyságról van szó, vagyis ezt az összeget másik eszköz beszerzésére fordíthatják.

A közölt példák segítségével láttuk azt, hogy a nominális tőkemegőrzéstől kezdve a relatív állagfenntartással bezárólag, az évenként, lineárisan elszámolható amortizáció nagysága egyre növekvő, ami azt jelzi, hogy a társasági adó befizetés elől egyre nagyobb összeg óvható meg, s ezáltal az amortizációs adókedvezmény (ami a társasági adórata és az éves amortizáció szorzata) is egyre nagyobb. Ezt a pénzügyi áramlással nem járó összeget majd a 4. év végén – a megfelelő elv alkalmazása mellett – a tehergépkocsi pótlásánál belső finanszírozási forrásként beszámíthatjuk (**4-2. táblázat**). Azt is láttuk, hogy az **abszolút és a relatív állagfenntartás között az áremelkedés figyelembe vételénél mutatkozik meg a különbség. Az áremelkedés nem a pénzromlás, hanem az újra beszerzett vagyontárgyak technikai javulásának következménye. Az áremelkedés technikai előre haladásán nyugvó részét a vállalkozás nem tudja eliminálni, ezért a technikai javulást több amortizációval kell(ene) finanszírozni, vagyis a relatív állagfenntartás koncepciója érvényes.** Amennyiben az amortizáció nem elegendő, úgy a technikai javulást nyereségből és/vagy pótlólagos külső forrásbevonással finanszírozhatjuk.

#### 4.3.3. Az állagfenntartás és a tőkestruktúra összefüggései

Az **eddig** közreadott állagfenntartási koncepció **elhanyagolta a finanszírozási aspektust**. Azt feltételezi, hogy a nominális nyereség azzal az összeggel csökken, amennyit – emelkedő újra beszerzési áraknál – az összes termelési tényező újra beszerzése megkövetel. Attól függően



beszélünk nettó és bruttó állagfenntartásról, hogy tekintettel vagyunk-e a finanszírozási módokra vagy sem.

### ■ A bruttó állagfenntartás

A bruttó állagfenntartás **független attól, hogy a vagyontárgyakat saját vagy idegen tőkével finanszírozzuk** (Eckhardt 2013, Hax 2013). Azt vizsgálja, hogy az állagfenntartáshoz megkövetelt kiegészítő tőkeigény a nominális nyereség visszatartásával biztosított legyen. Tehát a **vállalat az állagfenntartást saját erejéből, kiegészítő tőkeigény nélkül valósítja meg**. Ezek szerint konstans idegen tőke esetén a saját tőke évről-évre az eliminált (az áremelkedésnek nem a technikai előrelépésen alapuló része) "látszat" nyereséggel növekszik. Más oldalról szemlélve ugyanezt, azt is mondhatjuk, hogy bruttó állagfenntartásnál a nominális nyereségrész visszatartása kizárólag a saját tőke juttató-résztvényes terhére következik be és ezáltal a résztvényes hátrányba kerül, mivel a résztvényes a társaság várható osztalékából részesedik. A bruttó állagfenntartás koncepciójával szemben azzal érvelünk, hogy a tőkestruktúrától független értékelésnél az újra beszerzés esetén **osztalékfizetési akadály** lép fel az összes eliminált "látszat" nyereség nagyságáig. Mivel a vállalat a bruttó állagfenntartást saját erejéből, kiegészítő tőkeigény nélkül valósítja meg, az újra beszerzések időpontjáig idegen tőkével finanszírozott vagyontárgyakat az eliminált "látszat" nyereségből képzett saját tőkével finanszírozza, vagyis újra beszerzések során bekövetkezik az idegen tőke folytonos helyettesítése saját tőkével, amit **szubsztitúciós hatásnak** nevezünk. Osztalékfizetésre akkor kerülhetne sor, ha az idegen finanszírozású vagyontárgyak újra beszerzését a jövőben is idegen tőke finanszírozná. Ez esetben viszont nem beszélhetünk bruttó állagfenntartásról.

### ■ A nettó állagfenntartás

A nettó állagfenntartás koncepciója szerint a **nominális nyereség (vagy egy része) csak a saját tőkével finanszírozott vagyontárgyak újra beszerzéséhez használjuk, miközben az idegen tőkével finanszírozott vagyontárgyak újra beszerzésénél az inflatorikus áremelkedést az idegen tőke felemelésével kompenzálhatjuk**. Ebből pedig az következik, hogy a nettó állagfenntartás koncepciójánál **számolástechnikai nehézséggel** szembesülünk. Mivel a mérleg forrás oldalán levő tőkepozíciók és az eszköz oldalán szereplő vagyontárgyak között nincsen közvetlen egymáshoz rendelés, hanem az érvényes, hogy a forrás oldal az eszközök eredetét, míg az eszköz oldal ezen eszközök felhasználását mutatja, nem lehetséges annak meghatározása, hogy az újra beszerzés során melyik vagyontárgyat vagy eszközt finanszírozták saját tőkével és melyiket idegen tőkével. Ez a probléma feltevések, fikciók segítségével megoldható lenne aszerint, hogy az eszközöket pénzre történő konvertálhatóságuk alapján, a forrásokat pedig lejárat szerint egymáshoz rendelnénk. Ezen eljárás alapján idegen tőkéhez a forgóeszközöket, majd az egy évnél hosszabb lekötésű eszközöket rendelnénk. Egy ilyen egymáshoz rendelési folyamat következménye az lehet, hogy a saját tőkét olyan eszköztételekhez rendeljük, amelyek különösen ki vannak téve az áremelkedésnek. Ennek következménye pedig a még nagyobb osztalékfizetési akadály.

#### 4.3.4. A vállalati működés fenntartása számviteli és pénzáram szemléletben

A **nominális tőkemegőrzés** megfontolásának kiindulópontja az **éves mérleg passzív tételei**, amelyek éppen a tőke összetételét világítják meg. A szigorúan vett nominális tőkemegőrzés értelmében a kalkulált nyereséget a ráfordításokon felüli többlet hozamokkal mérjük a pénzürték csökkenése nélkül. A tőkemegőrzésnek ez a felfogása az állandó vagy változatlan pénzürték fikcióján ('a piac = piac, az euró = euró') alapul. Ilyen körülmények között **fennáll a tőke felemésztésének veszélye**, mert az értékesítési folyamatba bevont vagyoni javak újra beszerzése nem lehetséges a látszatnyereség miatt. A vállalkozásnak védekezni kell a pénzürték

süllyedésével szemben! A nominális tőke megőrzés elvétől távolodva, a nyereség meghatározásának egy olyan módja, hogy a vállalkozás azonos reális vásárlóerővel rendelkezik, mint ahogy általában vagy átlagosan a nemzetgazdaság. Ez a **reális tőke megőrzés** a **vásárlóerő index** alapján korrigált tőke megőrzésre orientált mérlegkoncepcióban tükröződ(het)ne vissza (ha a számviteli törvény ezt megengedné). Az eddig tárgyalt (pénz)tőke megőrzéstől különbözik a dologi (materiális) vagyonállag megőrzése. A nominális tőke megőrzésnél a befektetett tőke értékének megtartását kell biztosítanunk. E szerint a vállalati működés teljesítőképességének megóvásához a pénztőkének, periódusról-periódusra, számszerűen azonosnak kell maradni. A pénztőke minden egyes adagjának emelését, a nyitó pénztőkéhez képest, nyereségnek tekintjük, amelyet ki lehet fizetni. Ezzel szemben a vagyonállagának megőrzésének mértéke nem egy bizonyos pénzösszeg, hanem a pénzösszeg mögött álló vagyoni javak mennyiségének szinten tartását feltételezi. Az adott periódus nyereségét nem a pénztőke e periódus alatt történő emelkedésével kapjuk meg, hanem úgy, hogy mekkora a vagyontárgyak mennyiségben vett a periódus végi (vagy záró) állományának a növekedése a periódus eleji (vagy nyitó) állományához képest. Mindezt úgy tudjuk biztosítani, hogy ha az adott periódusban, a teljesítmény előállítás folyamatában felhasznált összes termelési tényező újra beszerzési áránál nagyobb árbevételt érünk el. Ennek megfelelően a mérlegben a periódusvégi vagyontárgyakat az újra beszerzési áron kellene értékelni (Heno 2006, 129.)

A 4.3.1. fejezetben az éves beszámoló adataival végeztük a kalkulációkat, **számviteli értelemben** közelítettünk a vállalat zavartalan működésének megőrzéséhez. Mérleg szerinti értéken vettük figyelembe a nyitó tőkét, a vizsgált periódus nyereségét az eredménykimutatás megfelelő tétele tartalmazta (attól függően, hogy adózás előtti vagy adózás utáni nyereséget vettünk figyelembe), majd az osztalékfizetés után (ha úgy dönt a taggyűlés vagy közgyűlés) megmaradt nyereségrészt tekintettük az újra befektethető összegnek. (Ezt a nyereségrészt még tovább bontottuk a 4.3.2. fejezetben.) Mindkét felfogás számszerűsítése a vállalat éves beszámolója, pontosabban **mérlege és eredmény kimutatása** segítségével történt.

A továbbiakban elszakadunk a vállalati működés megőrzésének számviteli értelemben vett vizsgálódásaitól és rátérünk az ún. **pénzáram szemléletben** végzett elemzéshez. Ennek keretében a **tőkeérték módszerrel** végzünk értékelést, vagyis a vállalkozás működéséből származó, a jövőben tartósan elérhető (többllet) pénzáramot – vagy a nyereség pénzáram alapú megfelelőjét – tőkésítjük. A **többllet pénzáramot úgy kapjuk meg, hogy a vállalkozás záró és nyitó tőkeértékének különbségét vesszük. Amennyiben mind a záró, mind a nyitó időpontban vett tőkeérték egymással megegyezik, úgy a vállalkozásunk tartós jövedelmezősége, vagyis bevételi forrásunk és adófizetési képességünk biztosított.** A nyereséget a vállalatból tartósan kivonható összegnek tekintjük akkor, ha előtte végrehajtották azokat a beruházási és finanszírozási intézkedéseket, amelyek a jövőben is biztosítják a jelenben elért pénzáramot. Tehát a **folyó év nyereségét a jövőben várható összegből származtatjuk (ex ante mérték), amit a vizsgálat vagy mérlegkészítés időpontjára diszkontálunk. Ezzel szemben a számviteli nyereség múltbeli, ex post mérték, amit az eseményt követően mérünk.** Az *ex post* mérleg szerinti eredményt a záró vagyonnak a nyitó vagyon feletti, a folyó évben keletkező többllet nyereségeként kapjuk meg. Ennek nagyságát nagymértékben befolyásolja a vagyon értékelésének módszere. Ezzel szemben az *ex ante* nyereség meghatározásához nem a konkrét vagyontárgyak mérleg szerinti értéke, hanem ezekkel a vagyontárgyakkal elérhető **többllet pénzáram a mérvadó.** Egy ilyen, a jövőben várható pénzáramon alapuló számítást nem tudunk elvégezni a mérlegben található tételekkel. Ezt a számítást a **vállalat menedzsmentje által végrehajtott, a jövőre vonatkozó döntések eszközének tekintjük.** Ezen számítás végeredménye megmutatja azt, hogy – a vállalati működés megőrzésének feltevése mellett – mekkora részt lehet kifizetni osztalékként. Itt a **vállalati működés megőrzésén nem bizonyos vagyontárgyak állagának fenntartását, hanem a vállalat tőkeértékének megőrzését értjük. Abban az esetben, ha az ex ante**

**nyereség (kivonható pénzösszeg) meghaladja a mérleg szerinti eredményt és a nyereséget teljes mértékben kifizetik, akkor a mérleg szerinti saját tőke megőrzése már nem lehetséges. Különösen emelkedő árak idején a mérleg szerinti eredmény meghaladja a tőkeérték megőrzéséhez kivonható nyereség nagyságát.**

A **számviteli és pénzáram szemléletben vett vállalati működés megőrzésének tárgyalt koncepciói két dologban megegyeznek egymással:**

1. A tőkének lényeges szerepe van a nyereség meghatározásában.
2. Mindkettő mérési és értékelési eljárást foglal magában.

Az **érték** mindhárom típusával találkozunk mindkét felfogásban:

■ A **számvitelben** a mérleg tartalmaz **múltbeli értékeket** történeti költségek formájában (például bruttó érték, beszerzési ár), de ugyanígy **jelenlegi értéket** is (például nettó érték, aktuális piaci ár) és **jövőbeli érték** (például várható maradvány érték, várható eladási ár) becslését is.

■ A **pénzáram szemlélet** a **jövő** előrejelzésén alapul, de ezt nem lehet elvégezni a jelen és a múlt beruházási-finanszírozási-működési adatainak figyelembe vétele nélkül.

A **számviteli felfogás** során olyan értékelési eljárásokat alkalmazunk a nyereség számításánál, a tőke leírásakor és a tőkét megalapozó forrásokkal kapcsolatban, amelyek **objektív és verifikálható mérést** tesznek lehetővé. A **pénzáram szemléletű felfogás** a tőkét a jövőbeli diszkontált többlet pénzáram bázisán értékeli. A jövőbeli többlet pénzáram diszkontálási célú, szükségyszerű előrejelzése miatt, de ugyanígy a megfelelő diszkontráta választása okán is, a várható pénzáramra és tőkére vonatkozó felfogás főként **szubjektív becslésnek** tűnik. Az ebből származtatott értékekről a számviteli felfogás képviselői – akik az objektív és verifikálható mérés szószólói – nem akarják elhinni azt, hogy valóságosak és használhatók az éves beszámoló készítéséhez. Úgy is fogalmazhatnánk, hogy **amíg a számviteli megközelítés piaci erőkből származtatott direkt értékre koncentrál, addig a pénzáram megközelítés a szubjektív ítéletekből származtatott indirekt értékekre támaszkodik. A számvitel által megállapított értékek ezért sokkal inkább piaci bázisúak, mint piaci megalapozásúak.** Az egyik csoportot alkotó történeti értékek, a tőkét megalapozó erőforrások esetében, bázist formálnak a számviteli eredmény számára, vagyis a nyereség a múltbeli beszerzési költségek mérését involválva, a gazdasági áldozatokat inkább a releváns megszerzési időpontokra vonatkoztatva tükrözi és nem a számviteli elszámolás elkövetkező időpontjaira vonatkoztatja. Az ilyen költségek múltbeli értékek, s csupán az egybeesés alapján lehetnek folyó vagy aktuális értékek. Az aktuális értékek olyan erőforrás értékek, amelyeket a számvitel nyereség meghatározásának időpontjában hoznak létre, így ezek a jelenlegi áldozatokat tükrözik (újra beszerzési ár vagy pótlási költség és likvidációs érték vagy maradvány érték).

A **számviteli megközelítés a nyereséget piaci tranzakciókra és árakra alapozza**, amely az üzleti működés pénz-áru-pénz ciklusából adódik. Az üzleti teljesítmény és erőfeszítés egybevetéséből tudjuk levezetni egy múltbeli periódusra vonatkozóan. Egy adott időtartamra vonatkozó mércének is tekinthetjük, amit a bevétel és ráfordítások illesztésével számítunk ki. Döntően az üzleti tevékenység történeti mértéke, amely időbeli visszatekintéssel azonosítja és egybeveti a múltbeli erőfeszítéseket a teljesítménnyel.

Kérdések sora merül fel azzal kapcsolatban, hogy a vállalat zavartalan működése érdekében milyen tőkét kell megőrizni. A tárgyalt részek alapján választhatjuk

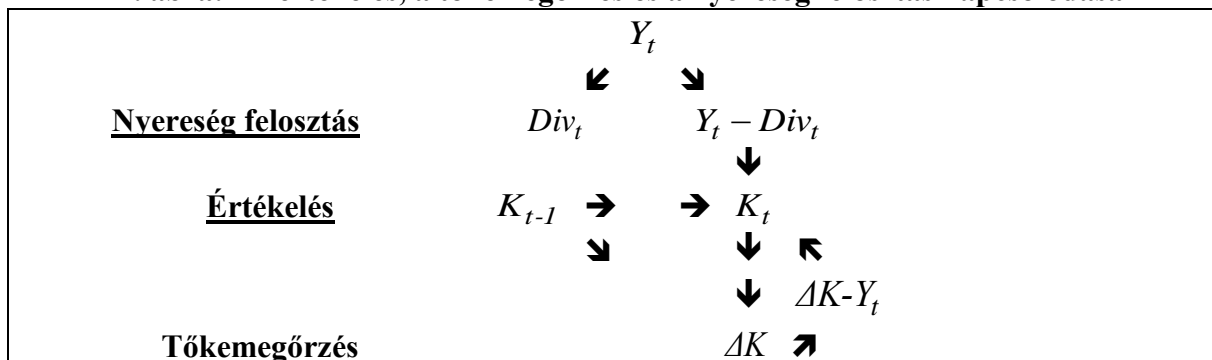
- a tőke nominális értékének fenntartását (nominális tőkemegőrzés);
- a vásárlóerő megőrzését (reális tőkemegőrzés);
- a fizikai vagy dologi tőke fenntartását (állagfenntartás);
- a tőkeérték megőrzését.

Tehát a tőke és annak megőrzése teljességgel függ a tőke alkalmazott definíciójától, mivel számos meghatározás létezik, amelyek közül választhatunk.

A tárgyalt vállalati működés megőrzésének koncepcióiban **kapcsolódási pontot** jelent a **nyereség mérése és felosztása, az értékelés, valamint a tőkemegőrzés folyamata**. A **4-2. ábra** segítségével bemutatjuk az értékelés, a tőkemegőrzés és nyereség felosztás kapcsolódásait. A **4-2. ábrához** az alábbi magyarázatot fűzzük:

- A  $t$ -edik időpontban végzett **értékelés** alapján a  $K_{t-1}$  nyitó tőke felemelkedik a  $K_t$  záró tőke szintjére  $t$  idő alatt, s ennek következtében  $t$  idő alatt  $\Delta K$  tőkenövekmény keletkezik.
- A **tőkemegőrzés** folyamata során arra kell válaszolnunk, hogy a  $\Delta K$  mekkora része tekinthető a  $t$ -edik periódus  $Y$  nyereségeként és mekkora legyen a  $\Delta K - Y$  visszatartott összeg, ami a  $K_{t-1}$  nyitó tőke megőrzéséhez szükséges.
- Amennyiben  $Y_t$  nyereség elérésére nyílt alkalom, úgy probléma lesz annak eldöntése, hogy az  $Y_t$  nyereségből **mennyit lehet kiosztani** ( $Div_t$ ) és **mennyi tartható vissza** a következő évre ( $Y_t - Div_t$ ). Ez a folyamat megfelel a társaság **nyereségfelosztásra** vonatkozó döntésének.

**4-2. ábra: Az értékelés, a tőkemegőrzés és a nyereség felosztás kapcsolódásai**



Forrás: Katits, 2010.

A továbbiakban nem azt vizsgáljuk – mint eddig – hogy mekkora lekötött tőke vagy vagyon mellett képződő nyereség biztosítja a változatlan működést, hanem azt fogjuk vizsgálni, hogy milyen körülmények között szabadíthatjuk fel a lekötött tőkét az üzletmenet zavartalan folytatása érdekében.

#### 4.4. A vállalati tőkekivonás és racionalizálás

A vállalatban lekötött tőke felszabadítása a **vagyontárgyak értékesítésével és racionalizálási intézkedésekkel** történik<sup>14</sup>. A **befektetett eszközökben lekötött tőke felszabadítása**, különösen és elsősorban a **működéshez nem szükséges vagyontárgyak** (például kihasználatlan földterület, épület, értelmetlen pénzügyi befektetés, stb.) értékesítésével történik. A működéshez szükséges vagyontárgyak (például termelő berendezések, fuvarozó cég gépkocsi parkjának, stb.) értékesítése vállalkozásunk működő készségét és -képességét veszélyeztetheti, ezért itt megfontoltan kell dönteni. Egy lehetőség felmerül: a *sale and lease back*-eljárás. (A vállalkozás a szóban forgó vagyontárgyakat eladja egy lízingtársaságnak és egyúttal visszalízingeli.) A **forgóeszközökben lekötött tőke felszabadítását**, például a csekélyebb készlettartással és a vevői kinnlevőségek eladásával (engedményezésével) realizálhatjuk. A racionalizálási intézkedésekkel **rövidíteni tudjuk a tőkelekötés idejét** (például termelékenyebb berendezéssel vagy a beszerzés-termelés-értékesítés folyamatának

<sup>14</sup> Javasoljuk elolvasni ezt a fejezetet a 3.8.1. részhez.

rövidítésével) és így hamarabb megtérülnek a befektetett pénzügyi források (Vollmer 2008, 277-278).

Abból eredően, hogy egy, már évek óta működő vállalkozás életében **bizonyos folyamatok azonos módon ismétlődhetnek, a mérleg forrás oldalán a működéshez szükséges tőkeigény változatlan maradhat.** Az árukészletet értékesítik, majd a bevételből azt újra beszerezik, a berendezés után elszámolt amortizációból egy idő után új berendezést vesznek, ami **átmeneti tőke felszabadítással** jár, azaz bizonyos tőkeforrás adag átmenetileg szabadon – az eredetihez képest – más irányban történő felhasználásra (például áru- vagy anyagbeszerzésre, stb.) fordíthatják. Sőt, itt a kapacitásbővítési lehetőség is szóba jöhet! Arra azonban ügyelni kell, hogy a berendezés újra beszerzésének időpontjában a más irányú felhasználáshoz (például árubeszerzéshez) igénybe vett tőkeadagot újra fel tudjuk szabadítani és rendelkezésünkre álljon a berendezés finanszírozásához.

Az átmeneti tőke felszabadítás mellett létezik a **végérvényes tőke felszabadítás.** Ekkor bizonyos vagyontárgyak – például egy, már nem szükséges földterület – értékesítésével olyan tőkeforrást szerezhetünk, ami újra szükséges a későbbi években ugyanolyan vagyontárgy beszerzéséhez. Tehát az értékesítéssel felszabadított tőkeforrás nemcsak átmenetileg, hanem tartósan áll a vállalkozás rendelkezésére (Wöhe – Kaiser – Döring 2010). Ennek megvilágítására tekintsük a következő példát!

A "KLO" társaság menedzsmentje úgy gondolja, hogy cége működéséhez mindazon pénzügyi forrásra szüksége van, amely felszabadítható mindazon vagyontárgyakból, amelyek nem közvetlenül szükségesek a zavartalan üzletmenethez. E célból megbíz egy tanácsadót, aki felvázolja a következő tervet:

- (a) A cég tulajdonában van egy olyan földterület, amelyet eredetileg bővítő beruházáshoz vásároltak meg. Ennek a bővítő beruházásnak a tervét időközben elvetették. A földterületet 10 millió HUF összegért vásárolták, utolsó mérleg szerinti (nettó) értéke 8 millió HUF, napi értéke 33 millió HUF.
- (b) A menedzsment gondoskodik arról, hogy áruk állományát feltöltse egy szállítással mindig 9 ezer darabos szintre. A nagykereskedelmi ár 2 000 HUF/darab. A társaság egyidejűleg kap a szállítótól mennyiségi rabattot 2 500 darabos téteknagyságtól. A készletállomány minimális szintje 500 darab. Egy szállítás késedelmi idő nélkül történik.

Mekkora tőkét lehet felszabadítani 9%-os társasági adórata mellett akkor, ha a menedzsment

(1) a földterületet értékesíti,

(2) a készletállományt csökkenti arra a szintre, hogy még éppen igénybe vehesse a mennyiségi rabattot (nettó ár 2 000 HUF/darab)?

A fenti két **racionalizálási intézkedéssel** az alábbi összegű tőkét lehet felszabadítani:

(1)	A földterület értékesítéséből származó árbevétel	33 000 000
	– Társasági adó (9%)	2 970 000
	<b>Tőke felszabadítás</b>	<b>21 030 000 HUF</b>

(2) Az árukészletben a maximálisan lekötött tőke 18 000 000 HUF (= 9 000 darab × 2 000 HUF/darab). Amennyiben a rendelési mennyiséget 2 500 darab mennyiségre csökkentik, úgy a maximális készletállomány 3 000 darab (2 500 + 500 darab minimális készlet). A racionalizálási intézkedés végrehajtása után a maximálisan lekötött tőke 6 000 000 HUF (=

3 000 darab×2 000 HUF/darab). Tehát a készletállományba fektetett tőkéből 12 000 000 HUF felszabadítható.

Együttesen, az (1) és (2) intézkedéssel a vállalat 39 060 000 (= 26 730 ezer + 12 000 ezer) HUF tőkét tud felszabadítani.

Tehát a **racionalizálási intézkedések végrehajtásával a tőkeforgást gyorsítani tudjuk a beszerzés, a termelés és az értékesítés területén**. Például a nyersanyag és árukészletekben lekötött tőke csökkentésével (kisebb mennyiség beszerzésével rövidebb időintervallumokban) vagy a félkész- és befejezetlen termékek (saját termelésű készletek) megtérülési idejének csökkentésével. Következésképpen ugyanazokat a beszerzési, termelési és értékesítési folyamatokat meg tudjuk ismételni úgy, ha a pénzügyi források rendelkezésre állnak. Gondolkodjunk el a következő probléma megoldásán!

A "KLO" társaság havi forgalma 30 millió HUF, amelyből egyharmad az 1. hónap végén, a következő egyharmad a 2. hónap végén, s az utolsó harmad a 3. hónap végén áll rendelkezésre likvid formában.

- Mekkora a vevőkkel szembeni követelés állománnyal lekötött tőke nagysága?
- Hogyan alakul a tőke felszabadítása akkor, ha a vevői követelések behajtását úgy sikerül meggyorsítani, hogy a havi forgalom felét az 1. hónap végén, másik felét a 2. hónap végén realizálják?

A követelés állományhoz szükséges tőkelekötés az 1. hónapban 30, a 2. hónapban 20 millió és a 3. hónapban 10 millió HUF. Amennyiben sikerül a pénzbeáramlást meggyorsítani, úgy a lekötött tőke nagysága az 1. hónapban 30, a 2. hónapban 15 millió HUF. Ha a tőkelekötést több hónapon át szemléljük, akkor a **4-4. táblázat** mutatja a megfelelő értékeket.

**4-4. táblázat: A tőkelekötés alakulása (millió HUF)**

Megnevezés	Vevőkkel szembeni követelés	1. hónap	2. hónap	3. hónap	4. hónap	5. hónap
<b>Követelés állomány</b>	1. hónapból	30	20	10	-	-
	2. hónapból		30	20	10	-
	3. hónapból			30	20	10
	4. hónapból				30	20
	5. hónapból					30
<b>Lekötött tőke</b>		<b>30</b>	<b>50</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>
<b>Követelés állomány gyorsított pénzbeáramlásnál</b>	1. hónapból	30	15	-	-	-
	2. hónapból		30	15	-	-
	3. hónapból			30	15	-
	4. hónapból				30	15
	5. hónapból					30
<b>Lekötött tőke</b>		<b>30</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>
<b>Tőke felszabadítás</b>		<b>0</b>	<b>5</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>

Forrás: Katits, 2010.

Tehát látjuk a fenti számítás alapján azt, hogy a társaság a pénzbeáramlás gyorsításával 15 millió HUF tőkét felszabadíthat.

Racionalizálással **javítjuk/modernizáljuk a termelő berendezéseket a gazdaságosság növelése céljából**. (A gazdaságosság növelése itt nem a nyereség fokozását, hanem a költségek csökkentését jelenti.) **A csekélyebb tőkebevonással azonos vagy magasabb termelési és/vagy értékesítési volument érhetünk el. A racionalizálási eljárásokkal szabad**

**finanszírozási forrásokhoz juthatunk, amelyeket részben megtakarításként vehetünk figyelembe, vagy más befektetésekre fordíthatunk.**

Ezek után közreadjuk – példaként – **egy termelő és kereskedő vállalkozás szoba jövő racionalizálási intézkedéseinek listáját:**

- A készletállomány csökkentése optimalizált beszerzési diszpozícióval.
- A vásárolt és a saját termelésű készletek lekötési idejének csökkentése. Tulajdonképpen itt a beszerzett anyag- és árukészletek raktározási idejének, valamint a késztermékké alakítás (a megmunkálás) idejének csökkentéséről van szó.
- Összhangba hozni a termelési (termék)programot a piaci követelményekkel. Ennek előzménye az alapos piacmegdolgozási és marketingmunka.
- Gyorsítani a termelési folyamatot, amelyhez a használt technológia hatékonysági vizsgálat szükséges.
- A félkész- és késztermékek teljesítési normáinak emelése.
- Gyorsítani a realizálási folyamatot (ami ismételt piacmegdolgozási és marketingmunka).
- A fizetési módok felülvizsgálata.
- Javítani a fizetési fegyelmet.
- Meg kell hozni az ún. *make-or-buy*-döntéseket.
- Az (életben sokat kritizált) *outsourcing* meggondolása az egyes vállalati funkciók (például reklám, piackutatás, kinnlevőségek kezelése, könyvelés és adatfeldolgozás) esetében. Ebben a fejezetben tárgyalt **vállalati működés fenntartásának koncepcióit és a tőke felszabadítási lehetőségeket felhasználhatjuk** akkor, ha például
  - a vállalkozásunk stabil életszakaszban van, vagy abban kíván maradni („sem növekedés, sem válság” időszak),
  - cégünknek **több telephelye vagy leányvállalata** van, ráadásul **nehézségekkel** küszködünk, de **egy-egy telephelyek/leányvállalatok működése zavartalanul tovább folytatható,**
  - ha a cégünk csődöt jelentett és ki szeretné dolgozni a változtatás-növekedésre épülő optimista forgatókönyv mellett a működés megőrzésére épülő pesszimista változatát is,
- **szervezeti forma váltásnál** a profilok leválasztásával kapcsolatos döntést kell hozni.

## 5. A VÁLLALATI HANYATLÁS ÉS VÁLSÁG PÉNZÜGYEI

Amennyiben a szóban forgó cégek a **hanyatlás**, de még a megmenthető szakaszban vannak, úgy a 'roncsok' eltávolítása után egészséges és szilárd (marketing, stratégiai, pénzügyi és szervezeti) alapokat kell felépíteni **szerkezetátalakítási** projekt keretében.

Ebben a részben meg fogjuk ismerni a német és angol nyelven megjelent szaktekintélyek munkáit, amit kibővítünk a  **hazai vállalati körben végzett vizsgálatok megállapításaival**, amelyeket különösen a **reális válság jelzéseinek és okainak feltárásában** tudunk hasznosítani. A válság fázisainak leírásával az a célunk, hogy a teoretikusan és empirikusan vizsgált **válság stádiumokat** a válság mélysége szempontjából világosan meg tudjuk különböztetni. A pénzügyi gyakorlat számára kihangsúlyozzuk azt, hogy a **vállalati válságot az éves beszámolóból kiindulva próbáljuk diagnosztizálni**. Ezután részletesebben igyekszünk foglalkozni a válság azon fázisával, amelyet még szubjektíven nem vehetünk észre és ezzel a válság még elrejthető. Ez a fázis a **látens válság**. A vállalat pénzügyi elemzőjének viszont éppen ezt a **fázist kellene megtalálni** annak érdekében, hogy a vállalati válság végkifejletét elkerüljék (akkor, ha valóban ezt szeretnék a döntési pozícióban levők). Ehhez ismernünk kell a válság indikátorait, lehetséges típusait, "hogyan érhetjük azokat tetten", azaz hogyan jelenhetnek meg az éves beszámoló elemzése során.

A gondolatok kifejtése elején **3** (problematikus) **feltevéssel** találkozunk:

**1. A vállalat állapotát**, amelyet a 'válság' fogalmával illetünk, képesek vagyunk megragadni és **meghatározni**.

**2. Ez a válság egyértelműen kifejeződik** (visszatükröződik) **az éves beszámoló** (elsősorban a mérleg és eredménykimutatás) **adataiban**.

**3. E helyen szót ejtünk egy olyan vitathatatlan eszközzel**, amellyel az éves beszámolóból kikövetkeztetett **válságállapotot** megfelelő **értékelési eljárással izolálhatjuk és leírhatjuk**.

Amennyiben a fenti három feltevés adott, úgy a válság elméleti megalapozásához és a válságkezelés praxisához **még egy további premisszát** társítunk:

**4. A válság diagnózisa időben történik** azért, hogy elegendő idő maradjon a válság megelőzésére vagy aktív kezelésére.

Először a fenti feltevésekről folytassunk diskurzust! Arra a végkövetkeztetésre jutunk, hogy ezek a feltevések – legalábbis részben – irreálisak. Ellenben nem szabad lemondani róluk! Meg kell fontolnunk azt, hogy a pénzügyi elemzést milyen körülmények között alkalmazhatjuk ésszerűen és hol kellene már eleve a vállalati elemzés más eszközeihez fordulnunk. Ehhez azonban tisztában kell lennünk a vállalati válság fázisaival, típusaival, de még ezek előtt szánjunk időt a vállalati válság definíciójára!

A válság **instabilitást** hoz a vállalat életében. A válság az az állapot, amelyben **döntő és elkerülhetetlen változás** van folyamatban. A válság akár kikerülhetetlen, akár véletlen, avagy éppen szándékos, súlyosan hat a piaci szereplőkre, a tulajdonosokra, s így a környezetre ([www.aiche.org](http://www.aiche.org)).

A válságról szóló vállalatgazdasági vita első csúcspontját az 1920-as években érte el<sup>15</sup>. Azóta áttekinthetetlenül sok munka keletkezett, ami megragadja a vállalati válságot (Krystek 1987 és 2002, Hasitschka 1988, Moore – Seymour 2005, Krystek – Moldenhauer 2007, Murphy – Meyers 2007). Ennek megfelelően a fogalmi meghatározás is sokféle.

A meghatározások felsorolása vagy néhányuk közlése helyett, inkább a **meghatározások** azon **közös elemeit** emeljük ki, amit szinte mindegyik meghatározás – direkt vagy indirekt formában – magában foglal az alábbiak szerint:

- A vállalati válság **nem tervezett és akaratlan folyamat**, ami **speciális, túlélési célok realizálása nélkül a vállalat fennmaradását veszélyezteti vagy lehetetlenné teszi**.

---

<sup>15</sup> Kiemelkednek Le Coutre (1926a, 1926b), Fleege-Althoff (1930) munkái.



- A vállalati válság **korlátozott (idő)tartamú folyamat**, amelynek **befolyásolhatósága ambivalens kimenetelű**, vagyis szélsőséges esetben a vállalkozás teljes megsemmisülése ugyanúgy lehetséges, mint ugyanennek a sikeres válságkezelése.
- A vállalati **válság kezdetét csak szubjektív módon észlelhetjük** (vagy éppen nem is akarják/tudják) észrevenni.
- A vállalati válságot csak **korlátozott mértékben irányíthatjuk**, azaz a válság önálló lefutásának befolyásolása többnyire határokba ütközik, egyidejűleg nem nélkülözheti a válságra specializálódott vezetési kvalitások magas szintjét.

A német és angol nyelvű vállalati pénzügyi-gazdasági szakanyagokban – más diszciplínákkal ellentétben (például orvosi, szociológiai) – nem létezik optimista válságfogalom, csak pesszimista felfogásával találkozunk, amelyben túlnyomórészt az esszenciális érték fenyegetéséről van szó, s egyensúlyzavarként lép fel adott gazdasági relációban.

Ebben az 5. fejezetben a vizsgálat tárgya Witte (1981, 12) által megadott ismertetőjel-katalógus és Krystek (1987, 2002) válságdefinícióját vesszük alapul:

- A döntési egység céljait veszély fenyegeti.
- A döntés lezárásáig a reakcióidő korlátozott.
- A veszély kimenete determinálatlan.

Krystek vállalati válságfogalma összefoglalva (1987, 6.):

„A vállalati válság korlátozott (idő)tartamú tervezetlen és akaratlan folyamat, valamint befolyásolhatósága ambivalens kimenetű. Ebben a helyzetben a vállalat fennmaradása szubsztanciálisan és tartósan veszélyben van vagy lehetetlenné válik további működése.”

Witte kiemeli a szituáció pótlólagosan keletkező idő- és döntési kényszerét, Krystek a válság folyamat-karakterét domborítja ki és a vállalati válság minden egyes stádiumának függvényében szemléli az idő- és döntési kényszert. Ez a folyamat események láncolataként ragadható meg, amelyet formális szempontból 3 csomópont bizonyít: kezdet, fordulópont és vég.

Napjainkban már megjelentek azok a munkák, amelyek a válságot sokkal inkább optimista felfogásban tárgyalják. Itt olyan könyvek címszavait említhetnénk, hogy „A vállalati válság mint esély” (Bickhoff 2004) vagy „A vállalati életciklus természetes velejárója a válság” (Moore – Seymour 2005, 31), avagy „Az értékmegőrzés és -növekedés válságmenedzseléssel” (Schweickart – Töpfer 2005, 377), aztán „Innovatív út a válságból (Hutzschenreuter 2006, 307). Tehát a válságok nem automatikusan életveszélyesek és katasztrófával vagy kudarccal végződnek.

Ogilvy PR 100 vállalati válság körében végzett felméréséből a következő **8 közös jellemzőt** emeli ki:

1. A vállalati válság **meglepetésként** éri a vállalat külső és belső érintettjeit.
2. **Információk** szükségesek a válság felismeréséhez és kezeléséhez egyaránt, miközben ebben a helyzetben éppen ezekből van hiány.
3. A **válság eszkalációja** gátolja a menedzsmentnek azt a képességét, hogy a válságot felismerje, gyorsan kezelje – ‘tetszik vagy nem’ alapon – és meggyőző választ adjon az érintetteknek.

A menedzsment egyre nagyobb mértékben **elveszíti vállalat feletti ellenőrzését** a növekvő válság hatására.

A **külső/belső érintettek** – beleértve a médiát, a kormányt, a regionális és civil szervezeteket, valamint a vezetőséget is – **befolyásoló szerepe nagyon különböző.**

6. A **cég vezetése a saját szempontjait veszi előtérbe**, ahelyett, hogy a központi kérdéssel – a válság megoldásával – foglalkozna, ezáltal pedig a válság még több kárt okoz a szervezetben.

7. **Pánikhelyzet** a döntéshozatali folyamatban.

8. A **válsághelyzet és -kezelésének publicitását megoldani** oly módon, hogy megfeleljen a kívülállók érdekeinek, beleértve a médiát, a kormányt, a regionális és civil szervezeteket – de

ez nem mindig áll magának a bajba jutott vállalat érdekének a középpontjában. ([www.ogilvypr.com](http://www.ogilvypr.com))

A vállalati válság ismérveinek összegyűjtése után foglalkozunk a vállalati válság egyes szakaszainak jellemzőivel!

### 5.1. A lehetséges vállalati válságtípológiák

**Az üzleti statisztikák szinte csak az akut válság szakaszára vonatkozóan látnak napvilágot.** A legnagyobb ugrás a válság kezdete után (2008-2009 fordulóján) volt, azóta a bedőlési arány évente átlagosan 0,4 százalékponttal emelkedett. A felszámolások és kényszertörlések 2014-es tetőzése óta évről évre csökkent ennek a két eljárástípusnak a gyakorisága, így számuk 2017 végére összesen 56,9 százalékkal esett vissza. Az egyes éveket vizsgálva a legintenzívebb visszaesés 2015-ben történt, akkor a felszámolások száma 44,4, míg a kényszertörléseké 27,1 százalékkal esett vissza. ([www.bisnode.hu](http://www.bisnode.hu)). Az **5-1. táblázat** közli az akut válságtípus mellett a többi lehetséges vállalati válságtípust is.

**5-1. táblázat: A lehetséges vállalati válságtípológiák**

Ismertetőjegy	Vállalati válságtípus
Előreláthatóság	Megjósolható és nem jósolható
Keletkezés és észrevétel	Hirtelen és nem hirtelen bekövetkező
Életszakaszhoz tartozó	Alapítási, növekedési és végső
Vállalati fejlődés	Növekedési, stagnálási és zsugorodási
Beavatkozási igény intenzitása	<b>Reális: látens és akut</b>
Vállalati cél	<b>Stratégiai, jövedelmi és likviditási</b>

*Forrás:* Saját szerkesztés

A továbbiakban az **5-1. táblázatban** félkövér betűkkel kiemelt válságtípusok kerülnek előtérbe, mert itt **eltekintünk a meglepetésszerű, nem jósolható, a „bombarobbanásos” válságtól** (természeti katasztrófáktól, bűnügyi/terrorista eseményektől, stb.), mivel a vállalkozás éppen a **fejlődő válság alaptípusának felismerése és/vagy időben történő kezelése által képes megőrizni stabilitását.**

### 5.2. A válság két alaptípusa

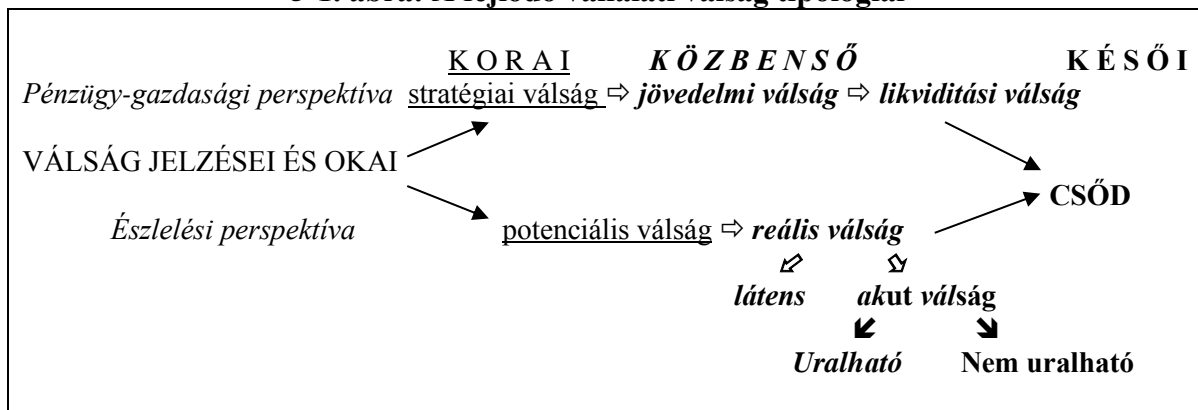
A választott témánknak mind az elméletben, mind pedig gyakorlatban egyaránt jártas, sok szakértője van, amit részben azzal magyarázhatunk, hogy már **két évtizedet is megélt Csődtörvényünk piacgazdasági változata.** Csődtörvényünk azonban kizárólag a **kifejlett válság szakaszával foglalkozik,** és szinte csak erre a szakaszra vonatkozóan kerülnek napvilágra üzleti statisztikák. Mi van azokkal a cégekkel, akiknél a baj nem kerül nyilvánosságra, illetve léteznek-e információink azokról a vállalkozásokról, amelyek korábban, „még idejében” igyekeztek, vagy el tudták kerülni a bajt? – A válaszadás érdekében be lehet határolni a problémával terhelt vállalati kört, s a megoldást segítő menedzselési eszköztárat a **vállalati válság alábbi két alapvető típusa** szerint:

**1. típus:** A meglepetés- és véletlenszerűen, a hirtelen bekövetkező válság (természeti katasztrófák, bűnügyi/terrorista események, stb.) a **piaci szereplőket érintő hatásának intenzitása rendkívül magas lesz nagyon rövid idő alatt.** Különösen az **imázs- és szimpátiavesztés** gyakorol negatív befolyást a (potenciális) piaci szereplőkre és az érintett vállalkozás gazdasági fejlődésére. Szerencsére ez a típus ritkábban fordul elő, viszont a **válságmenedzselési eszköztár alkalmazása nagyon behatárolt, illetve egyértelmű.**

**2. típus:** A fejlődő válság piaci szereplőket érintő hatásának intenzitása hosszabb időtartamon belül éri el kulminációs pontját, aztán lassan alábbhagy. Ebből eredően létezik egy döntési és cselekvési játéktér, így válogathatunk a válságmenedzselési eszközök széles tárházából.

A fejlődő válság folyamat karakterét szemléltetni tudjuk az ún. fázismodell keretében. Az 5-1. ábrában együttesen szemléltetjük Müller (1986, 25), Curtin – Hayman – Husein (2005, 3-4), Hauschildt – Grape – Schindler (2006, 9) és Krystek – Moldenhauer (2007, 36-39) fázismodelljeit, kiemelve a pénzügy-gazdasági és az észlelési perspektívából történő felosztást. Ez utóbbi arra utal, hogy a pénzügyi elemzőnek tudnia és képesnek kell(ene) lenni már vállalati látens (vagy jövedelmi) válság – lehetőleg gyenge – jelzéseit<sup>16</sup> és okait megállapítani akár a főkönyvi kivonat, akár pedig az éves beszámoló adatainak egybevetésével. (Az 5-1. ábrában az azonosan jelölt – aláhúzott, félkövér és dőlt, valamint félkövér – szavak a fogalmi összetartozást jelenítik meg.)

5-1. ábra: A fejlődő vállalati válság tipológiai



Forrás: Saját szerkesztés

Egyrészt a **vállalati események alakulásának módozatát**, másrészt pedig a **válságmenedzselési technikák tárházából történő választást behatárolja** az is, hogy a **fejlődő válságtípuson belül** vajon irányított és nem irányított, valamint uralható vagy nem uralható válságról van-e szó. Az **irányított (leküzdhető) válság reformmal** (például szervezeti átstrukturálással és annak munkaerő vonatkozásait összekapcsolva egy reorganizációs projektben), míg a **nem irányított válság rendszerint radikális váltással** (például beolvadással vagy összevonással történő megszüntetéssel) ér véget. A válság korai felismerésével és annak határozottan, erélyesen irányított leküzdésével az adott vállalkozást vagy projektet fenyegető események, annak következményei sokkal enyhébb formában merülnek fel a nem irányított válság esetéhez képest. Az 5-2. táblázat áttekinti az irányított és nem irányított válság ismérveit.

<sup>16</sup> A válság korai (potenciális és fenyegető) szakaszában többféleképpen interpretálható 'gyenge jelzések', majd a válság kritikus (látens) szakaszában 'gyenge' és egyértelműen értelmezhető 'erős jelzések' egyaránt felmerülnek, míg késői (kifejlett) szakaszát 'erős jelzések' kísérik. Az 'erős' jelzés a fizetésképtelenséggel és/vagy az eladósodással függ össze.

**5-2. táblázat: Az irányított és a nem irányított válság jellemzői**

A válság fejlődési szakaszai	Irányított válság	Nem irányított válság
<b>Korai</b>	Jelzések ↓ Beavatkozás ↓ <b>Megoldás</b>	Nem megfelelő vezetés ↓ Hazudozás, vádaskodás ↓ <b>Düh, félelem</b>
<b>Közbenső</b>	A válság mélypontja ↓ Mérlegelés ↓ <b>Irányvonalak</b>	Elhibázott vállalkozás ↓ Pánik ↓ <b>Összeomlás</b>
<b>Késői</b>	Újjá építés (átstrukturálás) ↓ Megerősödés ↓ <b>Reform</b>	Sokk ↓ Bizonytalanság ↓ <b>Radikális váltás</b>

*Forrás: Saját szerkesztés*

Az **uralható válság jellemzőit**, a látens válságfázist követően, az **akut válság szakaszában** ismerhetjük fel: a válság negatív hatásai, avagy értékesítési, jövedelmezőségi és likviditási jelzései nyilvánvalóak. Erősödnek a válság okainak destruktív következményei, kihatásai, amelyekkel együtt egyre emelkednek a válsághárítás követelményei. A **nem uralható válság** idején a válság okainak destruktív következményei, kihatásai még inkább felerősödve jelentkeznek. A regnáló menedzseri csapat birtokában már csak kevés választási lehetőség van, amelyet gyorsan végre kell hajtani a válságtól legyengült üzleti szervezet életben tartása érdekében. Ekkor a kimerült üzleti szervezet megmentéséhez a legjobb egy külső, segítő szándékú beavatkozás (például interim menedzser alkalmazásával) vagy egy pozitív „véletlen” hatás. Ha ilyen nincsen, akkor az üzleti szervezet akár „süllyesztőben végezheti”.

### 5.3. A fejlődő válság fázisai

Ahogy a vállalati válságnak számos definíciója létezik, úgy a válság szakaszolására vonatkozóan is különböző véleményeket olvashatunk, amit közlünk a következőkben.

#### 5.3.1. A három tipikus fázis

A vállalati válság általában különböző fázisokon megy keresztül. Attól függően, hogy a társaság mely céljait nem lehet elérni, különbséget teszünk stratégiai, jövedelmi és likviditási válság között. Ez a megkülönböztetés különösen fontos, mivel az egyik válságszakasz követi a másikat – kezdve a stratégiai válsággal, folytatva a jövedelmi válsággal és a likviditási válsággal bezárólag. Ezek a stádiumok úgy követik egymást, ahogy a vállalat egzisztenciáját a válság egyre inkább fenyegeti.

#### ■ 1. fázis: A stratégiai válság

Ezt a válságszakaszt egyértelműen kevésbé határozhatjuk meg vagy ismerhetjük fel. A válság a **vállalat siker potenciálját érinti**. Sikerpotenciálként tekinthetjük a versenyelőnyt, a termékek minőségét, az egyedülállóan kiemelkedő piaci helyzetet, egy adott márka image-t, a műszaki fejlesztésben elért előnyöket, stb. **Külső hatások**, mint például a politikai és piaci

változások, konjunkturális törés is vezethet stratégiai válsághoz. A stratégiai válság a jövedelmi célokat, mint profit-, árbevételi cél, stb. (még) nem éri el, így **még képződik működési nyereség**. A meglévő tartalékokat feláldozzák a napi üzletmenet javára, így a **likviditási célkitűzések sem sérülnek**. Az éves beszámoló adataiból ezt a szakaszt alig tudjuk felismerni vagy azonosítani, ezért máshonnan kell a válság indikátorait megfigyelni.

### ■ 2. fázis: A jövedelmi válság

Ha a stratégiai válságot nem sikerült legyőznünk, akkor csak „idő kérdése”, hogy mikor lép be a jövedelmi válság. Az üzletmenetben fennakadások vannak: az összes bevétel csökken, túl magasak vagy emelkednek a működési ráfordítások. **A nyilvánvaló működési veszteség miatt a jövedelmező gazdálkodás célja sérül**. Nincsen anyagi erőforrás a szükséges innovációk megindítására, a cég **piaci hátrányba** kerül. Ezt a fázist rendszerint már az éves beszámolóban is jól láthatjuk.

### ■ 3. fázis: A likviditási válság

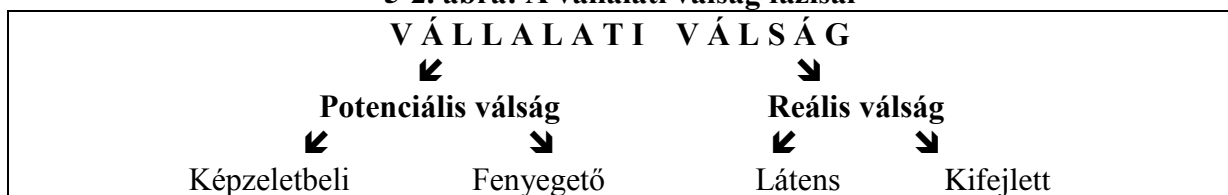
Ha a cég jövedelmi válsága hosszabb ideig elhúzódik és fogy a saját tőkéje, akkor előbb vagy utóbb likviditási válságba kerül. A készpénz egyre szűkösebb lesz, kölcsönfelvételt növelni kell, amelynek visszafizetése egyre nehezebbé válik. A likviditási válságot kezdetben a „pénzügyi lyukakat” újabb adósság(ok) vállalásával, a tartozások átütemezésével, jelzálogosítással igyekeznek megoldani. Ebből eredően később újabb veszély fenyegetésével a likviditási kockázat növekszik, s a **fizetéseképtelenség nem csupán ideiglenes, hanem tartós**, ami a csődeljáráshoz vezethet (<http://noe.arbeiterkammer.at/> és Bickhoff 2004, 15-18.). Ebből a szempontból ezt a szakaszt **akut, pénzügyi válságnak** is nevezhetjük. Konkrét esetben egy társaság – az előző két fázis ’átélése’ nélkül – is kerülhet likviditási válságba például egy tartós üzleti partner hirtelen távozásával vagy éppen a külső környezetben történő – sokszor előre nem látható – változás miatt.

A válság említett 2. és 3. fázisát **működési válságnak** is nevezik (Grape 2006, 11.)

#### 5.3.2. A fejlődő válság fázismodellje

A vállalati válságot a rendelkezésre álló **fázismodellekkel** írjuk le (Britt 1973, Krystek 1980, Röthig 1976, Moore – Seymour 2005). Itt a célunk számos elméleti és empirikus válságstádium összegzése úgy, hogy azok a válság mélysége szempontjából világosan megkülönböztethetők legyenek. Így a vállalati válság különböző típusainak szemléltetésénél a válság mélysége szerint differenciálunk. Itt **két fő fázist**, együttesen **négy alfázissal** különböztethetünk meg. A fő fázis a **potenciális és a reális válság** stádiumának megkülönböztetése. A potenciális válság alfázisa a **képzeltbeli és fenyegető válság**, a reális válság alfázisa a **látens és a kifejtett válság**. A saját szerkesztésű **5-2. ábra** szemlélteti az egyes fázisokat.

**5-2. ábra: A vállalati válság fázisai**



*Forrás: Katits, 2010.*

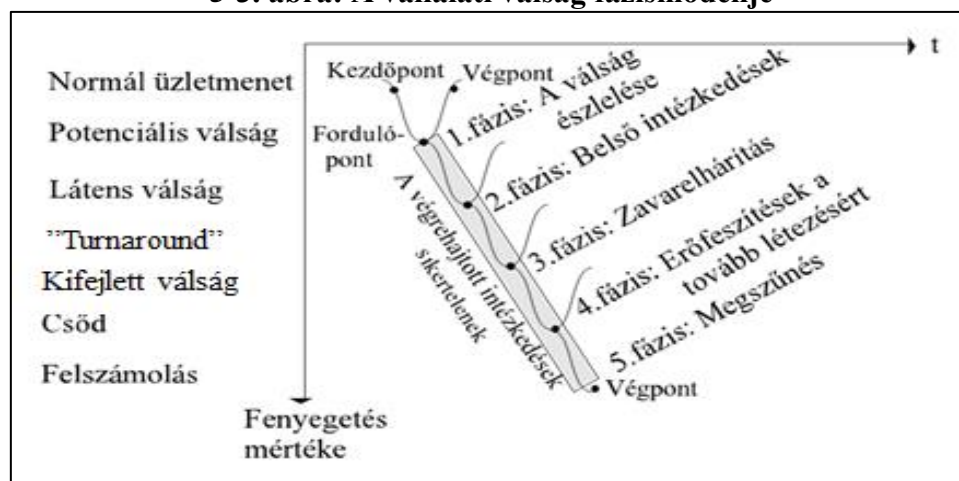
Minden alfázis egy specifikus válságnívót ábrázol. **A válságnívó magasságával emelkedik a vállalat egzisztenciájának fenyegetettségi foka**. Itt ezen válságfázis lefutása többnyire

folytonos, amelynél a konkrét fázis az átmeneti területeken nem pontosan határozható körül. Konkrét esetben lehetséges az, hogy több válságfázis kimarad vagy átugorható.

Egy generális válságfolyamat kezdete a **képzeltbeli válság**. A képzeltbeliség **a nem reális, de lehetséges, illetve a valószínű veszély-szituációból** ered, ami a belső gyengeség és/vagy a külső fenyegetés létéből keletkezik. A **fenyegető válság** stádiuma különbözik ettől az állapottól **bizonyos belső és/vagy külső események bekövetkezésével**, ami a vállalat fejlődésében diszkontinuitáshoz vezet, és amely egy vagy több túlélési cél elérését akut módon fenyegetheti. A **látens válság** azzal jelölhető, hogy **egy vagy több túlélési cél nem érhető el**, ez még **szubjektíven nem vehető észre** és ezzel a válság **még elrejtető**. A **kifejlett válság** stádiuma az egyetlen, amelyben a tényezők (például az eladósodottság, fizetésképtelenség) egyértelműen azonosíthatók. (A többi fázis mind "gyenge", mind "erős" jelzéseket mutatnak, ahol is a jelzés erőssége és száma a válságnívó emelkedésével növekszik.)

Vállalati válságfolyamatot – **döntési szempontból** – 3 csomóponttal írhatunk le: **kezdőpont, fordulópont, végpont**. Hangsúlyozzuk azt, hogy e pontok nem objektív mértékek, hanem a válság aktorok mint résztvevők, szubjektív észlelésével határozhatók meg. A kezdőpont a vállalat kiindulási helyzete. A kezdőponttól a fordulópontig tartó fázis az elsődleges vállalati célok növekvő fenyegetésével jelölhető. A fordulópont döntési szituációt jelent. A fordulóponttól a végpontig tartó fázis a résztvevők érvényesítési aktivitásával és az érintettek reakcióival jellemezhető, valamint a döntési szituációban elvezet a még determinálatlan végponthoz. Ez sikeres üzletmenetnél a csekélyebb fenyegetés szintjén fekszik, sikertelen üzletvitelnél egy új döntési szituáció a nagyobb fenyegetés szintjén található. A fenyegetés kontinuitása korlátozható a vállalati (túlélési) célok sikeres teljesítésekor és végérvényesen lezárul a vállalat felszámolásával. Az **5-3. ábrán** szemléltetjük az alapmodellt. (Krystek, 1987. 11. Krystekkel ellentétben az ordináta tengelyen nem a túlélési esélyeket, hanem a fenyegetés mértékét jelöljük.)

**5-3. ábra: A vállalati válság fázismodellje**



Forrás: Krystek, 1987, 11.

**Minden fázismodell kiinduló helyzete a vállalat normálisan folyó üzleti tevékenysége, azaz a "nincsen válság" szakasza, de egy lehetséges válság fenyegetéséből indul ki a "normál állapotban".** Ezt a szemléletmódot kell követni és nem azt, hogy a válságfolyamat kezdetét a "válság okok" megjelenésével jelöljük. **Ha a válság látens, csak akkor lehetséges észlelése korai előrejelző rendszerrel.** A válságfolyamat fordulópontjánál a vállalati vezetés számára eldöntendő az, hogy vajon a vállalat válságban van-e és megfelelő intézkedéseket be kellene-e vezetni a válság elhárításához vagy a megelőzéshez. Amennyiben a bevezetett intézkedések

sikeresek, úgy a vállalat újra eléri a normálisan folyó üzleti tevékenység stádiumát. A bevezetett intézkedések kudarcánál a válság tovább mélyül, s egy új stádiumba jut.

**A kifejtett válság legvilágosabb megkülönböztető jele a látens válságtól az, hogy ezeket nemcsak a vállalat, hanem más érdekelt csoportok is felismerik.** A kifejtett válság egyértelmű jele az, hogy a vállalati hozam visszaesik. Az, hogy ez a visszaesés belső intézkedésekkel nem kompenzálható, két lényeges okra vezethető vissza. Az egyik ok az, hogy a vállalat már a megelőző látens válságtól legyengült. A másik ok pedig az, hogy a válság nagy kiterjedése miatt a fellépő veszteség észrevétlen kompenzációja már nem lehetséges. A fordulóponton, mint akut válságban, a vállalati vezetés olyan döntés előtt áll, hogy milyen intézkedéseket fogantossítson a válság legyőzéséhez. Ebben a fázisban a növekvő fenyegetéssel és az érintett csoportok reakciójával lehetőleg minden mobilizálható tartalék kimerítése szükséges a válság leküzdéséhez. Ez egy direkt kényszer az üzletmenethez, amely egyrészt aktívan, operatív módon bekövetkezhet, másrészt pedig reaktívan kell bekövetkezni az érintett csoportok akcióira. A válságot le lehet győzni a belső intézkedések hatékonyságának és az érintett csoportok megfelelő reakciójának függvényében. Amennyiben elegendő a rendelkezésre álló tartalék, úgy ezt a válsághelyzetet belülről legyőzhetjük, ha nem elegendő, akkor a veszteséget vagy a hiányt a vállalati vagyon elidegenítéséből származó bevételből kiegyenlíthetjük.

Vitathatatlan az, hogy a gyakorlatban válságról akkor beszélünk, ha a **vállalat eladósodott és/vagy fizetéképtelen**, s ebből a "törvényesnek tekintett" két okból eredően a **csődeljárás iránti kérelem benyújtását az egyezségi eljárás követi.** Ezt a **tényállapotot** kétségtelenül rögzíthetjük (igazolhatjuk). (Erre még az 5.7. fejezetben visszatérünk.) Ezen a helyen **nem kizárólag ezzel a határesettel foglalkozunk. A csőd nem mindig exitus, mivel az egyezségi eljárás túléléshez is vezethet.** A vállalat gyógyulni szeretne. A vállalatot nemcsak akkor szabad elemezni, ha reménytelenül „fekszik az intenzív osztályon”. Meg kell keresnünk a vállalat gyenge pontjait akkor is, ha a cég nem teljesen egészséges. Tanultunk a közelmúltból: egy vállalat nagy válsága több és kisebb válság találkozásából ered. Amennyiben a válság jelzései és okai után kérdezősködünk, úgy azok a vállalat gyengeségei, "gyengélkedései". **A vállalati diagnózis készítése a gyenge pontok elemzését jelenti.** Sikeres esetben a válság okairól megbízható információkat nyerhetünk, s **kialakíthatjuk a válságmenedzselés módszereit**, amelyekkel egy vállalatot újra sikeressé tehetünk, mielőtt összeomlana. Minél korábban felismerjük a válság szimptomáit, annál több lehetőség van a hibás vállalati fejlődés korrigálására. Az **5-4. ábrán** szemléltetjük a reális vállalati válság lefutását.

#### **5-4. ábra: A reális vállalati válság lefutása**

A válság diagnózisa → Látens válság → Kifejtett válság → Felszámolás (megszűnés)
--

*Forrás: Katits, 2010.*

Az **5-4. ábra** szerint a **reális válság fázisait** a következő módon különböztethetjük meg:

- A válság kifejtett akkor, ha a válságot a vállalat üzleti partnereinek többsége felismeri. Az üzleti partnerek reakciói például a kinnlevőségek engedményezése vagy a szállítói tartozások készpénzben történő teljesítése.
- A kifejtett válságot megelőző látens válságot még szubjektíven nem vehetjük észre és ezzel a válság még elrejthető.

**A látens válság fázisát óhajtja a pénzügyi elemző megtalálni. A kifejtett válság jelenti egyértelműen a búcsút az un. *going concern*-től.** Mindezen szituációt az éves beszámolóból kiolvashatjuk, csak hogy ez az elemző kezébe sokszor későn kerül. Sokkal inkább az éves beszámoló elemzésére, mint a csődeljárásbeli egyezségi "huzavonára" kellene időt szánni!

A következő fejezetben olyan kérdésekre válaszolunk, hogy 'Melyek azok a jelzések, amelyekkel a válság szakaszait felismerhetjük?' és 'Milyen okok vezettek válsághoz?'. Ezeknek a kérdéseknek a megválaszolásával a vállalati (tovább)működés előnyeit és kockázatait is fel tudjuk térképezni.

### 5.3.3. A látens válság megjelenése és okai

A vállalati életszakaszok erős és gyenge pontjait az ún. indikátorok segítségével kimutathatjuk. Az indikátorok a cég gazdasági helyzetének kvantitatív és kvalitatív aspektusain keresztül minden információ további vizsgálatának alakulásában (statikus és dinamikus szempontból) kirajzolódnak. Az indikátorokat megkülönböztethetjük, mint "tényezők" és "jelzések". A 'tényező'-indikátorok egyértelmű információs tartalmat hordoznak, amelyek biztos kifejezése a gazdasági helyzetnek (például a beruházási projektek nem növelték meg az éves forgalmat). A 'jelzés'-indikátorok abban különböznek, hogy homályos információtartalmúak, ami a bizonytalanság (és kockázat) kifejezése. A "gyenge" jelzések rosszul strukturált információk, amelyeknek több interpretációs lehetősége van. Ezek magukban foglalnak olyan bizonytalanságokat, amelyek felismerése stratégiai jelentőségűek, ezért ezeket az információkat megfelelően kell értékelni és feldolgozni. Az "erős" jelzéseknek konkrét információtartalmuk van, amely kockázatnál gyakran jelentkezik (például az említett beruházási projekt üzembe helyezése utáni pénzáram kevés az adósság törlesztéséhez) (kiegészítve Katits 2010).

A látens válság fázisát óhajtja a pénzügyi elemző megtalálni. Amennyiben a válság jelzései és okai után kérdezősködünk, úgy azok a vállalat gyengeségei, „gyengélkedései”. A vállalati diagnózis a gyenge pontok elemzése.

Az 5.3.1. fejezetben megadtuk a **vállalati válság 3 tipikus fázisának** alapvető leírását. Itt listázzuk az említett 3 fázis **jelzéseit**.

□ A **stratégiai válság jelzései** az alábbiak lehetnek:

- Megáll a termékfejlesztés, nincsen új termék;
- Vevői elégedettség csökken, a reklamációk száma emelkedik;
- A készletállomány emelkedik;
- A szállítási határidők nem teljesülnek (a vállalati logisztikában és a termelésben problémák jelentkeznek);
- A megrendelések csökkennek;
- A munkaerő állomány fluktuációja emelkedik;
- Az alkalmazottak elégedetlensége növekszik;

□ A **jövedelmi válság jelzéseihez** a következők tartozhatnak:

- Csökkenő eladások;
- Csökken a termelékenység;
- Csökken a profit, így a jövedelmezőség is mérséklődik;
- Készletingadozások növekedése;
- A mérleg tételeiben változások (például a tárgyi eszközök értékesítése, tartalékok felhasználása miatt);
- Bevezetnek takarékosági intézkedéseket;
- A termelési kapacitások kihasználatlanok;

□ A **likviditási válság jelzései** az alábbiak szerint jelentkezhetnek:

- A cash-flow egyenlege negatív;
- Az adósság átütemezése, az összes tőkén belül a saját tőke aránya 8 százalék alatti;
  - A szállítók csak készpénz ellenében szállítanak;



- A bérek és a kifizetések késve, vagy egyáltalán nem történnek;
- A fizetési meghagyások és felszólítások egyre gyakoribbak;
- Az üzleti partnerek észreveszik a vállalat válságát;
- A vevők elmaradnak;
- Az üzleti partnerek is észreveszik azt, hogy a vállalat bajban van;

(Krystek, 2006, 41-66., és <http://noe.arbeiterkammer.at/> alapján.)

Az **5-3. táblázatban** közreadunk egy olyan 'válság jelzései' listát, amelyet a bevezetőben említett adatbázisokból állítottunk össze. Az **5-3. táblázatban** azt is bejelöltük, hogy milyen jelzéseket és hogyan lehet az éves beszámoló adatai alapján megállapítani.

### 5-3. táblázat: A vállalati válság 'gyenge' jelzései a hazai társaságok körében

<p>■ <b>Általános (makrogazdasági) indikátor</b></p> <p>- Fogyasztói szokások megváltoztak, konjunktúra csökkenés, infláció, tőkehiány.</p>
<p>■ <b>Indikátorok az általános vállalati területen</b></p> <p>- Menedzsment-probléma, változ(tat)ás a cégvezetésben, pénzügyi kontroll hiánya, a tevékenység fókuszálása.</p> <p>- Alultőkésítés. ⇒ Mérleg forrásoldal.</p> <p>- Csekély vállalati hozamerő. ⇒ <b>Eredménykimutatás – jövedelmezőségi szintek.</b></p>
<p>■ <b>Indikátorok a termelés területén</b></p> <p>- Elavult termelési program, a felhasználói reklamáció növekedése.</p> <p>- Kapacitás kihasználatlanság. ⇒ <b>Kapacitás és az átbocsátóképesség között nagy az eltérés, nagy a nyílt tartalék.</b></p> <p>- Beruházás a termelés növekedése nélkül. ⇒ <b>Mérleg tárgyi eszköz érték növekszik, de a kapacitás és az eredménykimutatás értékesítés nettó árbevétele nem emelkedik</b></p> <p>- A szállítási határidők emelkedése a forgalom növekedése nélkül. ⇒ <b>A kiszállítás ideje emelkedik, de az eredménykimutatás értékesítés nettó árbevétele nem emelkedik.</b></p> <p>- Az értékesítés mennyisége stagnál ⇒ <b>forgóeszköz gazdálkodás hatékonysága romlik ⇒ fordulatszám csökken, illetve forgási idő növekszik.</b></p> <p>- A vállalati szintű fedezet csökkenése (amit megelőz a termékek/árak fedezetének csökkenése) ⇒ <b>Eredménykimutatásból az árbevétel és a változó költség különbsége vagy a fix költség és a működési eredmény összege csökken.</b></p> <p>- A technológia elavulásából eredő energiapazarlás, a teljesítményhez képest magas munkabéreköltségek, magas közvetett költségek a gyártásban. ⇒ <b>Eredménykimutatásban a működési költségek (anyagjellegű, személyi jellegű és egyéb ráfordítások) emelkednek.</b></p>
<p>■ <b>Indikátorok a beszerzés és értékesítés területén.</b></p> <p>- Panaszok a minőségromlásról, gyakori leértékelés, elhanyagolt vevőszolgálat, agresszív reklámozás, erős verseny és megváltozott piaci kereslet a vállalat fő piacán, a marketing koncepció hiánya vagy annak hibás elgondolása.</p> <p>- Önköltség alatt történő értékesítés. ⇒ <b>Nincsen sem vállalati, sem pedig termékfedezet.</b></p> <p>- Erőltetett értékesítés, amelynek finanszírozását már nem képesek megoldani az egészséges tőkestruktúra fenntartásával. Az ún. túlterjeszkedés és a feszített tempó miatt a hatékonyság romlik, a vezetők a profitorientáció helyett a nagyság büvöletébe esnek, nem fordítanak kellő figyelmet arra, hogy az eszközök likviditási szerkezetéhez passzoljon a kötelezettségek lejáratára. ⇒ <b>Növekedési válság.</b></p>
<p>■ <b>Indikátorok a fizetési területen.</b></p> <p>- Változás a fizetési módban, fizetési meghagyások emelkedése, tárgyalás a hitelek átütemezéséről, negatív cash flow.</p> <p>- Túl magas/drága hitel. ⇒ <b>Emelkednek a pü. műveletek ráfordításai, csökkennek a kamatfedezeti ráta értékei.</b></p>

*Forrás:* Katits, 2010, kiegészítve

A vállalati válság valós okait nem ott találjuk, ahol a jelzések felmerülnek! Az **5-4. táblázat** közli az említett vizsgálati körben a válsághoz vezető okok (felismerésének vagy igazolásának

mércéi) és azok kezelésének listáját. Itt nyilvánvalóan az látszik, hogy a válság okait két alapvető csoportba sorolhatjuk: pénzügyi és emberi tényezők.

#### 5-4. táblázat: A vállalati válság okai (mérőszámai) és a javasolt válságmenedzselési típusok

<p>■ <b>Fizetőképességből eredő – Pénzügyi</b>  Vevői fizetési morál rosszabbodása, hitel prolongáció és a limit korlátozása (<i>Idegen forrás/Összes forrás arány</i>), a követelések behajtása nem időben történik (<i>Követelések/Forgóeszközök aránya, a vevői követelések behajtási idejének alakulása és Követelések/Rövid lejáratú kötelezettségek aránya</i>)  ⇒ <b>reaktív turnaround, kríziskezelés</b></p>
<p>■ <b>Költségemelkedésből eredő – Pénzügyi</b>  Beruházások hiányos tervezése (<i>Jövedelmezőségi-hatékonysági követelmény érvényesülése</i>), a beszerzési árak emelkedése (csak abban az esetben jelent gondot, ha a cég nem tudja azt érvényesíteni az eladási árban), túlméretezett, vagy éppen csekély készlettartás (<i>Készletek/Forgóeszközök aránya, Készletlekötési idő alakulása</i>) ⇒ <b>reorganizációs turnaround</b>  A növekedési válság okai: nem a piaci keresletre alapozott ('túldimenzionáltan' bővített) termelési kapacitások megléte (<i>Jövedelmezőségi-hatékonysági követelmény érvényesülése</i>), a raktáron levő (túl magas) készletek (<i>Készletek/Forgóeszközök aránya, Készletlekötési idő alakulása</i>), a kihasználatlan szállítói kapacitások és a túl széles termékválaszték, amelynek következménye a magas működési és finanszírozási költség és a lekötött tőke (<i>Forgótőke alakulása, Működési és nettó jövedelmezőség alakulása</i>) ⇒ <b>reorganizációs turnaround</b></p>
<p>■ <b>Értékesítés csökkenéséből eredő – Pénzügyi</b>  Téves piacfelmérés, az export és a belföldi kereslet csökkenése, az eladási ár csökkenése, függőség a (kicsi) vevői körtől, nem piacépes áru/szolgáltatás kínálata, helytelen árképzés  ⇒ <b>preventív és reorganizációs turnaround</b></p>
<p>■ <b>Hiányos vezetési és ellenőrzési eszközök – Emberi</b>  A vezetői hozzáértés hiánya és döntésképtelenség; Hiányos és/vagy helytelen célmeghatározás; Hiányos pénzügyi tervezés és költségkalkuláció; A pénzügygazdasági eszközök elutasítása; Elhibázott beruházások (<i>Jövedelmezőségi-hatékonysági követelmény érvényesülése</i>); A kontrollig és/vagy a korai figyelmeztető rendszerek hiánya; Tervezési és szervezési hibák; Elégtelen menedzsment know-how; Az innovációs erő hiánya; Ragaszkodás az elavult profilhoz és vezetési stílushoz; A vezetői lojalitás hiánya (üzletidegen viselkedés, spekuláció, becsapás/átverés) ⇒ <b>reorganizációs és reaktív turnaround, valamint kríziskezelés</b></p>

*Forrás:* Katits, 2010, 75. módosítva.

Az **5-4. táblázat** tartalmához hasonló következtetésre jutott Cuny – Talmor (2007, 631). Véleményük szerint a vállalati válság a menedzsment hibáiból (**5-4. táblázat:** Hiányos vezetési és ellenőrzési eszközök) vagy pedig a teljesítmény előállítási és kihozatali folyamatból ered (**5-4. táblázat:** Értékesítés csökkenéséből és költségemelkedésből eredő okok), vagyis **endogén** okokat sorolnak fel. (Itt nem térünk ki az exogén, például a globális és/vagy a makrogazdasági válságból eredő okokra, mert azok nem az irányított válság okaihoz tartoznak.)

A látens válság diagnózisának készítésekor nem csekély meghatározási problémák sorával szembesülünk. Egyáltalán helyes-e válságról beszélni ebben a szituációban? Vagy netán helyesebb lenne-e ezt a szituációt a vállalati válság különböző formáiból és típusaiból eredően kimutatni? – Első pillanatra ez a kérdés értelmetlennek tűnik. Ha minden válság a vállalati lét végéhez vezet, akkor helyesebb lenne 'a válságról' beszélni. Ezt a megokolást nem fogadhatjuk el, mivel joggal kérdezhetjük: A vállalati lét végéhez vezető okok azonosak? Az összes vállalatot azonosnak tekinthetjük, amely a csődhöz és/vagy felszámoláshoz vezető úton található?

Tény az, hogy a **válság szindrómái majdnem mindig azonosak**: saját tőke hiány, túl magas adósságállomány és kamatteher, kereslet visszaesése, pénzügyi kontroll hiánya, magas személyi költségek, stb. **A korai figyelmeztető rendszerek (EWS = *Earley Warning System*) kiépítéséhez az előbb közölt indikátorok alkalmatlanok az alábbi okok miatt:**

- A válság indikátorai egymás mellett, egymást felerősítve jelentkeznek. Kérdezhetjük azt, hogy vajon a csődöt mint konkrét, kifejtett válság indikátorát kimutathatjuk, vagy pedig nem. A válságot több válságtényező együttes hatására vezethetjük vissza, ezáltal **nem ismerhetjük fel azt, hogy melyik "együttes" a különösen veszélyes.**

- A válság okok felsorolásának és fontosságának gyakoriságából származtathatjuk az indikátorokat. Például a saját tőke hiánya majdnem minden kimutatásban szerepel, amely a csődhöz vezető okokat felsorolja. A saját tőke hiánya elvileg a válságot felerősíti, de az elvileg nem a válság oka. **Egy szindróma, amely szinte minden esetben jelentkezik, az nem minden esetben tekinthető a legfontosabbnak.** Néhány indikátor jelentkezése szükséges a válság kiváltásához, de az nem elegendő. **A válság szindrómák nem feltétlenül azonosak a válság okaival!**

- Bizonyos okok különösen erősen jelentkeznek, mivel azok a **válság végső fázisában** különösen szem előtt vannak. A válság indikátorainak listáját a válság aktorok mint résztvevők és érintett csoportok megkérdezésével nyerhetjük. Ezek az interjúk viszont szubjektív észrevételek és ítéletek.

- A válság indikátorok listáját nem vezethetjük vissza egy szisztematikus koncepcióra. Számos **átfedés** van a felsorolt válság indikátorok között. A szisztematika hiánya az oka annak is, hogy bizonyos válság indikátorra nem is kérdezzük rá.

#### 5.4. A vállalati válság = csőd?

A csőd jogi szabályozásának hátterét adják azok az elméleti és módszertani ajánlások, amelyeket 'válságmenedzselés' néven ismerünk. A **vállalati válságmenedzselés** jól elhatárolható elméleti megállapodásokat és (főleg) gyakorlatot, technikát foglal magában (Hoványi 1995). **Eszközöket ajánl és módszertani segítséget nyújt a válsághelyzetek megoldására.** Ez jelentős előny a makroszintű csődszabályozáshoz képest, mivel **a jogi szabályozás a már kialakult (kifejtett) vállalati válsághelyzetek kezelésére hivatott.** E nézőpontból a **vállalati válság- és csődhelyzet között különbség** van. A csődszituáció **egyik külső jele a fizetésképtelenség**, amelyet a vagyonihiány és/vagy a fizetési eszközök elégtelensége von maga után. A csődhelyzet **másik külső jele az eladósodás**, amelyet a hosszú lejáratú kötelezettségeknek a saját tőkéhez mért nagysága számszerűsít. Jogi úton közzéteszik a fizetésképtelenség és/vagy eladósodás tényét elektronikus formában (korábban Cégléletpályában). Ezek szerint úgy is fogalmazhatnánk, hogy a vállalati válsághelyzet különböző szakaszai a végkifejletig, azaz a csődig nem kerülnek nyilvánosságra a bíróság bevonásával, vagyis az adós nem nyújt be csődeljárás iránti kérelmet. **A vállalati válsághelyzetnek viszont több külső jele van:** lanyha piaci aktivitás és műszaki teljesítmény (megtorpanás, ellanyhulás), tartalékok felélése, pazarlása (vegetálás), piaci zavar gyors műszaki megújulású, kompetitív területeken (konjunkturális válság), termékszerkezet és technológia elavulása (strukturális válság), ami beletorkollhat csődbe is (Kozma 1992, 208-209. alapján). ("Nem minden válság csőd, viszont minden csőd válság.") Tehát ne azonosítsuk a vállalati válságot a csőddel! **A válság egy sokkal bővebb, több gyengélkedéssel, egyre nagyobb problémákkal járó vállalati életszakasz a csődhelyzethez képest.** A következő részben közölt válságmenedzselés típusait is a vállalati működés hosszabb szakaszában alkalmazzuk.

### 5.5. A válságtípusok különböző megnyilvánulása az éves beszámolóban

Az eddig leírtak alapján a következő kérdés nyilvánvalóan felmerül. Megismerhetjük a vállalati válság különböző okait az éves beszámoló (mérleg és eredménykimutatás) adatainak elemzésével? – A kérdés megválaszolásához képezzük az alábbi vállalati válság tipológiát:

**1. A stagnáló vagy "sorvadó" vállalat** esetében arról van szó, hogy az értékesítésben hirtelen, váratlan visszaesés keletkezik vagy pedig váratlan mértékű stagnálás lép fel. Feltehetően a beszerzési és termelési apparátus tervszerűen dolgozik tovább, a termelési kapacitásokat azonban már nem sikerül egymással összehangolni. A termelési területen, a személyi ügyek terén a problémák kezdenek halmozódni. Gyakran fellép a saját tőke hiánya is. Nyilvánvalóan a menedzsment nincsen abban a helyzetben, hogy az értékesítésben ezt a katasztrófális törést izolálni tudja. A válság kiterjed a vállalat többi funkcionális területére is és a vállalat feléli a tartalékokat. A csökkenő értékesítési árbevétel emelkedő készletállomány kíséri, a stagnáló anyagfelhasználás mellé növekvő személyi jellegű ráfordítás társul. **A válságnak e szindrómáit egyszerűen két üzleti év mérleg és eredménykimutatás adatainak összehasonlításával felismerhetjük.**

**2. Az a vállalat, amely előkészületlenül növekszik,** mindenképp a pénzügyi helyzet hirtelen, ugrásszerű megváltozásával és az adósságarány – szintén váratlan – növekedésével jellemezhető. Egy túlerőltetett, helytelenül becsült expanzió – nevezetesen egy másik vállalat felvásárlásával – nem valósítható meg. A növekedéshez szükséges tőke hiányzik. Itt **a bizonyíték már egyértelmű:** eklatáns hiány a saját tőkében, vezetési hiba, a szervezeti hiányosság, a tervezési és kontrollrendszer gyengeségei. **Ezt a válságtípust, rövid távon, egyáltalán nem, viszont hosszú távon a vállalati megtérülési (például ROA, ROE, ROI) ráták alakulásából azonosíthatjuk.**

Itt álljunk meg egy pillanatra! A fenti két eset egyértelműen utal a vállalat finanszírozási és értékesítési problémáira. A vállalati terjeszkedés, növekedés esete azonban itt egy megjegyzést kíván. **Az értékesítési piac telítődése megváltoztatja a problémát azzal, hogy az expanziós nehézségek leküzdését a stagnálási problémák legyőzése váltja fel.**

**3. A technológiailag veszélyeztetett vállalat** esetében a termelési területet, a beruházási tevékenységet, továbbá a kutatást és a fejlesztést kritikusan ítélni lehet, amelyhez vezetési hiba is társul. A vállalat mereven ragaszkodik a megszokott termelési vagy termék filozófiához, kevésbé gondolkodik stratégiai dimenziókban. Ennek a vállalatnak az esetében a visszaesést, a "sorvadást" csak egy hosszabb távú időbeni – és ha lehetséges – vállalati összehasonlításban mutatja. Más szóval: horizontális és vertikális analízis szükséges. Itt egyaránt felismerhetjük az alacsony beruházási aktivitást, a magas anyagjellegű és személyi jellegű ráfordítást, az alacsony értékesítés leírását és – a kutatás és fejlesztés hiányában – az alacsony egyéb ráfordításokat. **Ezt a válságtípust a mérleg és eredménykimutatás adatainak elemzésével nagyon nehezen azonosíthatjuk.**

**4. A konzervatív, öntörvényű vállalat** esetében a fő hiány a vállalkozó vagy a vállalati menedzsment domináló tagjainak személyiség jegyeiben keresendő. A múltban elért vitathatatlan siker ezeknek az embereknek az önteltségéhez, elbizakodottságához vezet, ami viszont hozzájárul a helytelen döntések meghozatalához. Teljes mértékben bizalmatlanok a tervezés és ellenőrzés pénzügyi eszközei iránt. Ilyen vállalat válságát a pénzügyi adatok segítségével **egyáltalán nem** ismerhetjük fel. A korábbi sikeres ügyletek hozamai az eredménytartalékban testesülnek meg, s ezek felhasználásával a beteg vállalat még sokáig élhet, elvegetálhat. Az ilyen válságszituációt a vállalati kultúrán keresztül könnyebb azonosítani, mint például a mérlegpozíciók kiértékelésével.

Tehát láthatjuk azt, hogy az **éves beszámoló elemzése nem szükségszerűen vezet – a fenti négy válságtípus esetén – a gyenge pontok diagnózisához. Az éves beszámoló (főként a mérleg és az eredménykimutatás) felvilágosítást, információt nyújtó teljesítménye**

**korlátozott.** Ez érvényes a fiatal vállalatokra, hiszen nem rendelkeznek még megfelelően hosszú adatsorral. A még "gyermekbetegségben szenvedő" vállalatokat sem diagnosztizálhatjuk a mérleg és eredménykimutatás adatai segítségével.

Ezek után kiemeljük alábbi megállapításainkat:

- A kifejlett válságot a vállalat, vagy annak elemzője **nem tudja** a mérlegből és eredménykimutatásból diagnosztizálni, mivel ezek a kimutatások túl későn készülnek el (a gazdálkodási év végén). A kifejlett válságot a vállalat, vagy annak elemzője **nem akarja** a mérlegből és eredménykimutatásból diagnosztizálni, mivel a vállalati érdek nem a megszűnés (szétesés), hanem a további létezés fenntartására irányul.
- A **látens válság csak akkor és úgy létezik**, ha felismerjük a szindrómákból. Legfeljebb különböző válságtípusok léteznek, amelyekből néhányat meghatározhatunk az éves beszámoló segítségével, míg másokat nem.
- **Az azonosítható válságtípusok különböző módon mutatkoznak meg a mérlegben és az eredménykimutatásban.** Ezeket módszertanilag is csak különböző diagnózis technikákkal azonosíthatjuk.

Ezek után arra a kérdésre szeretnénk válaszolni, hogy mennyire alkalmasak a hagyományos mutatószámok és érték kritériumok a vállalati válság diagnosztizálására. A kérdés megválaszolását kizárólag a pénzügyi vonatkozásokra korlátozzuk.

#### 5.6. A vállalati válságmenedzselés szakaszai

A tünetek megállapításának és az okok feltárásának diagnosztikája után a (funkcionális- és rendszer-jellegű) terápia (Noszkay, 2009) következik, ami a vállalati **válságmenedzselés preventív, turnaround és kríziskezelő technikai eszköztárnak az alkalmazását feltételezi, s tartalmazza a stratégiai és az operatív terápiák** célirányosan kialakított lépéseit. A vállalati válságmenedzselés **három alapvető típusát** az alábbiak szerint fogalmazhatjuk meg:

1. A megelőző (preventív) jellegű válságmenedzselés.
2. A *turnaround* jellegű válságmenedzselés.
3. A kríziskezelés.

Az **5-5. táblázat** bemutatja a vállalati válság fázisainak függvényében a válságmenedzselés három típusát. Tartalmazza azokat a nélkülözhetetlen feladatokat is, amelyek segítik a válságszituációk kezelését, megoldását.

**5-5. táblázat: A vállalati válságmenedzselés típusai és feladatai**

A válság jellege A válságmenedzselés típusa	Normál üzletmenet	Képzelteteli válság		Strukturális válság		
		Külső válság	Konjunkturális válság	Kifejlett válság	Csőd	Akut válság
<b>I. Preventív</b>	Helyzetelemzés, profilaktikus technikák					
<b>II. Turnaround</b>		Aktív válságmegszüntetési technikák, reaktív <i>turnaround</i>				
<b>III. Kríziskezelő</b>				Helyzetátfordítási koncepciók, likvidáció és reorganizáció		

*Forrás:* Katits, 2010.

A válság kezeléséhez először is meg kell vizsgálni a **válsághelyzethez vezető fő okokat és folyamatokat**, **helyzetelemzést** kell elvégezni, majd fel kell vázolni a **lehetséges kivezető utakat**, és meg kell határozni azt a **cselekvési programot**, amelyet aztán konzekvensen követni kell. A vállalati válságmenedzselés közölt három típusát a következő részben részleteiben is kifejtünk.

### 5.6.1. A preventív válságmenedzselés

A preventív válságmenedzselés nemcsak kezdődő válsághoz, hanem normál üzletmenethez is kapcsolódik. A vállalati tevékenység normális mederben folyik, a vállalat piaci helyzete stabil, realizálja az ágazatában szokásos nyereséget, esetleg annál is többet. Ebben a szakaszban is foglalkozni kell azonban a válság bekövetkezésének a lehetőségével. **A válság ellen nincsen immunitás, ezért a válság megelőzésével a válság nélküli időkben is törődni kell!** Ez a vállalat első számú vezetőjének feladata. A megelőző válságmenedzselés alapvető célja: a vállalat megtartása az adott kedvező piaci helyzetben, a válságjelenségek felbukkanásának lehetőségét minimálisra csökkentve.

A preventív válságmenedzselés **eszközei** a megelőző, előre óvó-védő, vagyis az ún. **profilaktikus technikák**, amelyeknek tartalmazni kell az alábbiakat:

□ **Jövő kutatás (futurológia)**: a jövőt befolyásoló tényezők vizsgálata, a tevékenység komplex jövőképek előre vetítése.

□ **Korai figyelmeztető rendszer** (*Early Warning System, Frühwarnsystem*) és a csődelőrejelző diagnosztikák és modellek feladata a "gyenge" jelek korai észlelése a potenciális válságra.

□ **Trendszámítás és -elemzés**: a működő folyamatok várható változásainak előrejelzése.

Ezen a helyen – a választott témakörünk miatt – az utóbbi kettővel foglalkozunk.

Ahhoz, hogy a vállalat ne legyen védtelen a külső változásokkal szemben, szükséges az **aktív prevenció**. Rendszeres kutatás tárgya legyen az, hogy milyen megelőző jelei vannak a vészhelyzet közeledésének. A jelzések közül legnagyobb jelentőséggel a megfelelően kiépített vállalati információs rendszerből nyerhető mutatószámok bírnak (Altman 1968, 589-609). Már közel 40 éve használnak olyan statisztikai modelleket, amelyek célja éppen a vállalatok pénzügyi teljesítményének és fizetőképességének értékelése. Sok empirikus vizsgálat tárgya az éves beszámoló mutatószám és annak kombinációjából diagnosztizálni a kritikus vállalati változást. Ezeket a vizsgálatok Beaver (1966) és Altman (1968) munkáira vezethetjük vissza. Az Altman által definiált függő változók szűkebbek, mivel ő csak a jogi úton bejelentett csődöt mint válságállapotot szemléli. A Beaver-féle válságállapot, ami a csőd mellett a vállalat adósság nem teljesítését is bevonja, és, ezáltal, lehetővé válik egy rövidebb vizsgálati időtartam alatt jóval több eset elemzése. Az átfogóbban megragadott válságállapotok választása okozza azt, hogy Beavernél az elemzésbe vont vállalatok – a válság súlyossága szempontjából – heterogénebbek Altman vizsgálatához képest.

Nagyobb figyelmet érdemel a különböző matematikai-statisztikai módszerek felhasználása: először is a lineáris diszkriminancia analízis alkalmazása, mint a Beaver-féle tételek Altman által történő legjelentősebb kiegészítése. Beaver csak egyváltozós diszkriminancia analízis alkalmazott, amelyben a szerző 30, a vállalati működés szempontjából relevánsnak ítélt pénzügyi mutató segítségével próbálta előre jelezni a vállalat fizetőképességét. 90%-os megbízhatósággal tudta előre jelezni a fizetéseképtelenséget a csőd bekövetkezése előtt egy évvel. Altman azonban **többváltozós diszkriminancia elemzés** keretében végzett kutatást (Altman 1968, 589-609), mivel a megfelelő és helyes előrejelzéshez szükség van több tényező egyidejű megfigyelésére, azaz az egyes mutatók kombinálására. Tehát a feladat egy olyan többváltozós függvény meghatározása, amelynek eredményeként létrejövő egyenes a legeredményesebben különíti el egymástól a csődbe jutott és az életben maradt vállalkozásokat. Mivel az egyes mutatók között gyakran erős pozitív korreláció áll fenn, relatíve alacsony számú mutató alkalmazásával is hatékony modellt alakíthatunk ki. A legsikeresebb ilyen modellnek az Edward I. Altman által kidolgozott **Z pont (score) elemzés**. A modellt 66 vállalat (33 fizetőképes és 33 csődbe ment) pénzügyi adatait vizsgáló kutatásra alapozta. Az eredeti modell öt mutató alapján számítja ki a Z pontot:

$$Z = 0,012 \times X_1 + 0,014 \times X_2 + 0,033 \times X_3 + 0,006 \times X_4 + 0,909 \times X_5$$

- ahol  $X_1 = \text{Nettó forgótőke}/\text{Összes eszköz}$   
 $X_2 = \text{Visszatartott profit}/\text{Összes eszköz}$        $X_3 = \text{EBIT}/\text{Összes eszköz}$   
 $X_4 = \text{Részvénytőke piaci értéke}/\text{Kölcsöntőke könyvszerinti értéke}$   
 $X_5 = \text{Értékesítési árbevétel}/\text{Összes eszköz}$

Amennyiben a Z pont értéke 1,8 alatt van, úgy a társaság valószínűleg pénzügyi válságba kerül. Ha a Z pont értéke 1,8 felett van, de 3 alatt van, akkor a kudarc bekövetkezésének valószínűsége nagyobb, mint a sikeré, és 3-nál nagyobb érték felett azt valószínűsíthetjük, hogy belátható időn belül nem fenyegeti a vállalatot válság.

Az **Altman-modell javított változata a ZETA-modell**, amely kiszélesíti a változók körét és javítja a válság előrejelzését (Altman – Haldeman – Narayanan 1977, 29-54). A következő **hét pénzügyi mutatószámot** tartalmazza:

$$V_1 = \text{eszközarányos nyereség} \left[ \frac{\text{EBIT}}{\text{Összeseszköz}} \right]$$

$V_2 = \text{profitstabilitás a 10 éves trendtől való eltérés számszerűsítés alapján}$

$V_3 = \text{adósságszolgálat, amely az EBIT és a kamatfizetés hányadosának logaritmus}$

$$V_4 = \frac{\text{visszatartott profit}}{\text{összeseszköz}} \text{ (azaz kumulált jövedelmezőség)}$$

$V_5 = \text{likviditás}$

$V_6 = \text{jegyzett tőke/saját tőke (azaz tőkeellátottság)}$

$V_7 = \text{vállalatnagyság, méret (az összes eszköz logaritmus}$

A **Conan – Holder modell** ugyanarra a többváltozós diszkriminancia analízis elvre épül, mint az eredeti Altman modell. A különbség csak a változóiban, a konkrét függvény alakjában, a küszöbértékekben és a pontosságban van. A modell változói a következők:

$A = \text{Amortizáció előtti nyereség}/\text{Összes adósság}$

$B = (\text{Alaptőke} + \text{Hosszú lejáratú kötelezettségek})/\text{Összes eszköz}$

$C = (\text{Forgóeszközök} - \text{Készletek})/\text{Összes eszköz}$

$D = \text{Pénzügyi ráfordítások}/\text{Nettó értékesítési árbevétel}$

$E = \text{Bér- és bérjellegű kiadások}/\text{Hozzáadott érték}$

A Conan – Holder függvény alakja:  $Z = 24A + 22B + 16C - 87D - 10E$

A küszöbértékek és a valószínűségek a következőképpen alakulnak:

$Z < 4$ : a csőd bekövetkezési valószínűsége meghaladja a 65%-ot,

$Z > 9$ : a csőd bekövetkezési valószínűsége kisebb 40%-nál.

A százalékos arányszámokból is egyértelműen látszik az, hogy a mutatószám megbízhatósága messze elmarad az Altman-féle modell pontosságától (Ratting 2015).

A modellek hazai adaptálásához két megjegyzést teszünk. Az egyik az, hogy a pénzügyi mutatók változatlan súllyal történő átvétele a konkrét alkalmazásnál megkérdőjeleződik. Másrészt pedig a 10 évre szóló idősor akadályozza meg használatát, mivel a magyar cégek múltja nem tekint hosszú időre vissza. (Általánosan elfogadott nézet az, hogy legalább annyi múltbeli adat álljon rendelkezésre, mint amilyen hosszú időszakra történik az előrejelzés.)

Az **5-6. táblázat** ad egy áttekintést azon alkalmazási területekről, amelyek az üzleti periódus éves beszámolójára épülő pénzügyi mutatószám elemzéseken alapul (nemcsak a vállalati csőd esetére vonatkoztatva).

### 5-6. táblázat: Áttekintés a pénzügyi mutatószámokra épülő alkalmazási területekről<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Még ennél is részletesebb áttekintést olvashatunk Imre Balázs Ph. D. értekezésének téziszűzetében (2008, 2-5.)

Szerző	Alkalmazási terület
Beerman (1976), Hauschildt (1988)	Csőddiagnózis
Edmister (1972) Steiner-Rössler (1976) Taffler (1983) Gloubos-Grammaticos (1988)	Csődprognózis
Gebhardt (1980)	Beruházási döntés a csődprognózis „negatív” kiválasztásával
Panek (1982)	A pénzügyi befektetés befolyásának elemzése a vállalati fejlődésre
Raubach (1983)	A vállalat válságos fejlődésének prognózisa
Albach-Bock-Warnke (1984)	A növekedési válság diagnózisa
Loistl (1986), Hajdu-Virág (1996) Kristóf (2005), Nyitrai (2015)	Csőd lehetőségének megállapítása az éves zárás mutatószámai alapján

*Forrás:* Katits – Pogátsa – Zsupanekné, 2017.

A – monokauzális ok-okozati összefüggéseken túllépő – multikauzális **pénzügyi analitikus mutatószám rendszerekben** egy ún. mutatószám piramis keletkezik, amely megkönnyíti a mutatószám felépítését és kiértékelését a számolási interdependencián keresztül. A pénzügyi kiértékelésen kívül az információszerzés összefüggéseit is jól szemlélteti. (*DuPont* rendszer 1919, *ZVEI* mutatószám rendszer 1976, Reichmann – Lachnit rendszer 1976. Az utóbbi két mutatószámrendszert az 1. függelékben közöljük). Ellenben kikapcsolja a döntés-releváns komponenseket, mivel azok a mutatókban nem dokumentálhatók, algebrailag más mutatókkal nem kapcsolhatók össze (Buchner 1985, 42). A szintetikus mutatószám rendszerek egyrészt empirikus vizsgálatok, másrészt pedig matematikai-statisztikai módszerek felhasználására épülnek. Például a vállalati fejlődés mértékét kifejező üzleti indexet meghatározó pénzügyi ráták súlya és kiválasztása az elemző szubjektív értékítéletén alapul, illetve a releváns mutatószámok kiválasztása faktor-, klaszteranalízissel, a mutatószámok súlyozása és index képzése a diszkriminancia analízis eszközével történik (Bruse 1978, Gebhardt 1980, Altman 1988). Az 1980-as években a **regressziós csődmodellek** kezdtek el tér hódítani. A **logisztikus regressziót** (logit) először Ohlson emelte be a csődelőrejelző modellek kelléktárába (1980, 109-131). Modelljével **kimutatta a vállalati méret és a fizetéseképtelenség közötti negatív kapcsolatot**. 5 év múlva Zavgen publikálta csődmodelljét, amely az USA tőzsdén jegyzett vállalatokra készült (1985, 19-45). Keasey – McGuinness az Egyesült Királyságban működő vállalatok adataiból vett mintát és publikálta csődmodelljét (1990, 119-135). A **valószínűségi probit modellt** először Zmijewski alkalmazta csődelőrejelzésre (1984, 59-82). Szintén az 1980-as évek terméke a rekurzív particionáló algoritmus. Ez döntési fa formájában ábrázolja a különböző változók és a küszöbértékek kombinációit, kiválasztva közülük az előrejelzési értékkel bírót. Először Frydman – Altman – Kao alkalmazta (1985, 303-320). Az 1990-es évektől a mesterséges intelligencia módszercsaládba tartozó **neurális háló** új lendületet adtak a csődelőrejelzés megbízhatóságának javításához hazánkban is (Virág – Kristóf 2005, 144-162). Bevezetése Odom – Sharda nevéhez kötődik (1990, 163-171). Napjainkban is ez a legjelentősebb témája a csődmodellek módszertani kutatásainak. A neurális háló eredménye és előrejelző képessége felülmúlta a korábbi módszerekkel készült modelleket (Kristóf 2008, 53).

A **COCO** (*Component-based Object Comparison for Objectivity*) **módszer** lényege, az objektumok (például vállalkozások) összetételének objektív alapon történő összehasonlításában rejlik. Tehát alkalmazásának célja a szubjektív tényezők (súlyok, pontok, bonítások, stb.) minél csekélyebb mértékű bevonása az elemzésekbe. Természetesen a szubjektivitás teljes kizárása nem lehetséges, hiszen az elemző dönt a felhasznált adatbázisról, az inputként alkalmazott adatokról (hatótényezőkről) és az outputként felhasznált



eredménytényezőről. A COCO módszer **helyette lehet a klaszterelemzési eljárás vagy a szakértői pontozási rendszerek**. Ezek mindegyike számos ponton vár el aktív állásfoglalást az alkalmazótól. Az önszerveződő térképek (SOM = *Self-Organizing Maps*) segítségével lehetővé vált ismeretlen kimenettel rendelkező adatbázis klaszterezése fizetőképes/fizetéseképtelen osztályokba (Kohonen, 2001). A csődelőrejelzés területén Kristóf (2008, 53) úgy véli, hogy várhatóan nagy hatást fog gyakorolni Neophytou – Mar Molinero (2004) többdimenziós skálázási analízise (MDSA = *Multidimensional Scaling Analysis*), amely vizualizálja az adatok közötti rejtett összefüggéseket, ezáltal nem szakértők számára is közérthető modellezést tesz lehetővé.

A sokváltozós statisztikai módszertani fejlődés mellett említést teszünk a **nem többváltozós csődelőrejelzési módszerekről** az alábbiakban (Kristóf, 2008 alapján):

- Merton (1974, 449-470) munkája a hitelkockázat kezelésére és a vállalati minősítő rendszerekre gyakorolt hatást. Merton a **vállalatok hitelkockázatát a tőkestruktúrával hozta összefüggésbe**. Az ún. merton modellek a vállalat saját tőkéje és adósságának piaci értéke, az adósság lejáratára, az eszközállomány tartós tendenciája és a volatilitás függvényében meghatározzák a csődbe jutás bekövetkezésének valószínűségét, valamint a csődbejutáskor várható hitelezési veszteséget.

- Black – Scholes (1972 és 1973) **opcióárazási elméletét** is alkalmazzák csődelőrejelzésre. A standard opcióárazás alap gondolata az, hogy a vállalat saját tőkéjét európai *call* opcióként felfogva, előállíthatjuk a vállalat eszközeinek értékét az adósság névértékének lejáratkori várható kiegyenlítése alapján. Egy vállalatot akkor tekintünk fizetéseképtelennak, ha értéke alacsonyabb, mint amennyivel a hitelezőinek a hitelek lejáratakor tartozik. Merton (1973, 142) szerint a **lejáratkori csődvalószínűségi értéket** a következő **5 alapvető opcióárazási változó** segítségével határozhatjuk meg:

1. A lejáratkori esedékes kötelezettségek könyvszerinti értékének természetes alapú logaritmus.
2. A vállalat eszközei aktuális piaci értékének természetes alapú logaritmus.
3. A vállalati érték százalékos változásának szórása.
4. A lejáratig hátralevő átlagos idő.
5. A várható eszközmegtérülési ráta és a vállalat által történő törlesztések hozamrátája közötti különbség.

- A különböző *rating*-ügynökségek (Moody's, Standard&Poor's, Fitch a három legnagyobb) közzétett minősítéseit nemzetgazdaságok és nagyvállalatok hitelminősítésére használják. Nemcsak kvantitatív (múltbeli pénzügyi adatok és a legfrissebb forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek állomány nagysága), hanem kvalitatív információk kombinálásával besorolják a nagyvállalatokat betűkombinációkkal jelölt *rating* osztályokba. A besorolási eredmény és a vállalatok hitelbedőlési valószínűsége között fellelhető összefüggések felhasználásával nem statisztikai alapú szakértői vállalatminősítő modellek is képesek lehetnek a csőd bekövetkezési valószínűségének becslésére.

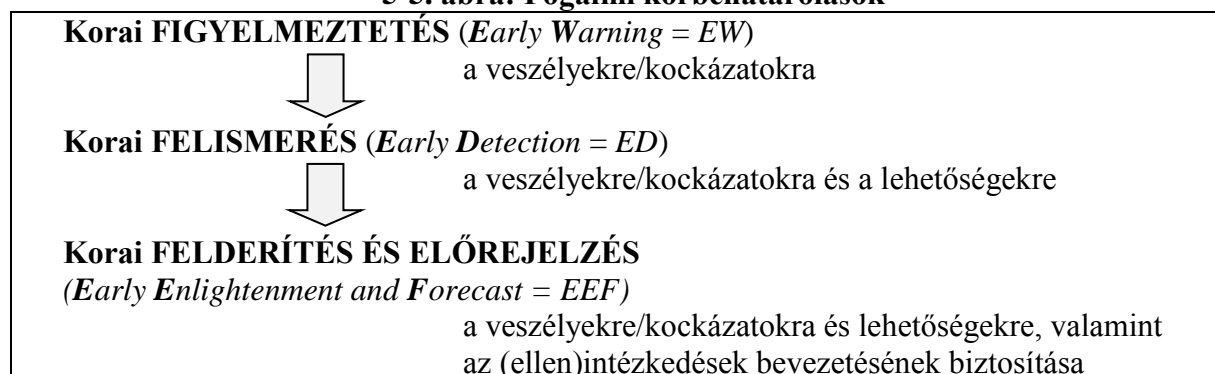
Az éves beszámoló adataiból kiindulva minősíti a cégeket a **hazai csődmodell-család**. A csődkockázati vizsgálat során számított százalékos viszonyszám azt mutatja meg, hogy a vizsgált társaság pénzügyi arculata mennyire hasonlít saját szakágazatán belül azon cégekre, amelyek csőd- vagy felszámolási eljárás alá kerültek, illetve mennyire „csődveszélyes” a vizsgált szakágazat. A csődfüggvényeket több tízezer hazai cég pénzügyi adatainak a feldolgozásával állították elő. Így egy gazdálkodó egység legjellemzőbb mutatószámait – megfelelő súlyozással – az adott tevékenységi körben jellemző pénzügyi adatokhoz tudjuk hasonlítani. A modell a kiválasztott pénzügyi mutatókat egyidejűleg vizsgálja, így kiszűrhetőek olyan gazdasági akciók, amelyek hatása egyfelől javít egy adott indexet, egy másikat azonban kedvezőtlenül befolyásol. Ha például egy cég – likviditási helyzetén javítandó – értékesíti egyik

gépsorát, akkor ennek hatására romlik a tárgyieszköz-ellátottsága, javul a likviditása. A csődmodell számításában e hatások egyidejűleg megjelennek. Tehát következmények nélkül nem lehet „manipulálni” a pénzügyi adatokat. Dr. Virág Miklós és Dr. Hajdú Ottó a Budapesti Corvinus Egyetemen közel két évtizede foglalkozik csődelőrejelző modellek kidolgozásával. A szerzőpáros az 1990-es évek elején alkotta meg az első modelleket – akkor még szűk körű adatbázisra támaszkodva. Ez utóbbi bővítéséhez kapóra jött az, hogy hazai cégek a Csődtörvény 1992. évi életbe lépése után pár hónappal tömegesen jelentettek csődöt. Ily módon regisztráltan hozzá lehetett jutni jogilag is csődbe ment cégek adataihoz. Bár számos üzleti-piaci körülmény is befolyásolja azt, hogy egy társaság fizetéseképtelenséget jelent-e, azért bizonyos pénzügyi mutatók nyomon követésével viszonylag kis hibaszázalékkal előrevetíthető egy kritikus helyzetben lévő vállalat sorsa. Míg egy bank a mérlegen és eredménykimutatáson kívül mást – a hitelkérelem benyújtását közvetlenül megelőző időszak lezárt főkönyvi kivonatát, köztartozásra vonatkozó adatokat, sőt üzleti terveket – is bekérhet, a csődmodellek legjobb esetben is az előző év beszámolójának számaira hagyatkozhatnak, mert ez (elvben) mindenki számára hozzáférhető. Egy cég életében az első öt év kritikus; ha ezt túléli, akkor már biztosabb lábakon áll. Csődelőrejelző modellekre szükség van, ám ezek használhatósága korlátozott, hiszen figyelmen kívül hagyják például az üzleti kapcsolatrendszerek fontosságát. Példaként említjük azt a folyamatosan nyereséges magyar kis- és nagykereskedelemmel foglalkozó vállalkozást, amelynek még a 2004. év végi beszámolója is kitűnő volt, abban megfelelő likviditás, stabil vagyoni helyzet szerepelt, 2005 januárjában azonban valami „megborult” a cégben, vevőköre drasztikus változáson esett át, egy üzleti vita miatt fokozatosan hagyták el partnerei. A helyzet végzetesnek bizonyult: májusban felszámolták a társaságot ([www.fin.hu](http://www.fin.hu)).

**1968, a sokváltozós csődelőrejelzés készítése óta nem született megegyezés arról, hogy milyen magyarázó változók alapján lehetséges legmegbízhatóbban prognosztizálni a fizetéseképtelenséget.** Az 5.3.3. fejezetben láthattuk azt, hogy számos ok miatt lehet csődbe jutni. Az eddig közölt előrejelzési technikák – az országos és az iparági adatok, valamint a vizsgálati időintervallum függvényében – megnehezítik annak hipotetizálását, hogy miként lehet csődbe jutni és mi okozza a csődöt. **Ahogy a vállalatok csődbejutásának előrejelzésére nincsen egységes praxis, úgy a csődbejutásra sincsen egységes teória!**

A pénzügygazdasági vállalatok korai figyelmeztető, felismerő és előrejelző rendszerek elsősorban a működés hanyatló szakaszának azonosítására szolgálnak. Ezekkel a rendszerekkel a látens válságjelzések azonosítása egy olyan stádiumban történik, hogy még elég idő jut a megfelelő *turnaround* intézkedések végrehajtására a jelzett előnyök kihasználása és/vagy a kimutatott kockázati faktorok kioltása érdekében (Kirschkamp, 2011). Ezek a rendszerek közel 40 évet felölelő nemzetközi kutatási irány eredményei. Ez a kutatási irány az 1970-es években vette kezdetét és napjainkban is létezik, sőt további fejlesztések várhatóak változó intenzitással és a felhasználási területek bővítésével együtt. Itt adódik a kutatás tárgyának fogalmi rögzítése, amit az **5-5. ábra** is szemléltet.

**5-5. ábra: Fogalmi körbehatárolások**



*Forrás:* Saját szerkesztés Kirschkamp, 2011, 7-15. alapján.

Az *EW*-rendszer időben jelzi a felhasználó számára a látens veszélyeket/kockázatokat. Az *EW*-rendszer abban különbözik az *EW*-rendszertől, hogy keresi a látens veszélyeken és a kockázatokon túlmenően a lehetőségeket és az erősségeket is, így pedig bővül az információs halmaz, de az előrelátás időhorizontja is kitolódik a jövőbe. Az *EEF*-rendszer az eddigieken kívül bővül a releváns stratégiák és intézkedések tervezésének, irányításának és ellenőrzésének bevezetéséhez szükséges információk biztosításával. Ezek a rendszerek, pénzügygazdasági szempontból, a mutatószámokból eredő indikátorokat és "gyenge" jelzéseket biztosítanak.

A felismert indikátorokat és okokat egyaránt nyerhetjük vállalati operatív és a stratégiai felismerő (*EW*), figyelmeztető (*ED*) és felderítő-előrejelző (*EEF*) rendszerek segítségével.

Az *EW*, *ED* és *EEF* rendszerek különböznek aszerint, hogy vállalkozások saját maguk vagy éppen a külső, partner cégek hanyatló helyzetét szeretnék értékelni. Mindez meghatározza az igénybevett eszközrendszert is: monokauzális mutatószámok és multikauzális pénzügyi mutatószám rendszerek elemzése, komplex pénzügyi átvilágítás, prognózis- és portfólió technikák, egy- és többváltozós statisztikai módszerek, indikátorok elemzése, neurális háló.

Az operatív *EEF*-rendszer a vállalkozás jövedelmezőségét és likviditását meghatározó sikernagyságot helyezi középpontba, amelynek információs támogatottságát az operatív pénzügyi menedzselés eszköztára (költség- és ár kalkuláció, forgótöke menedzselés) biztosítja.

A stratégiai *EEF*-rendszer a vállalkozás értékteremtő képességét meghatározó sikerpotenciált helyezi előtérbe, amelynek információs ellátását a stratégiai pénzügyi menedzselés eszköztára (átfogó befektetés és finanszírozás menedzselés a vállalati, valamint a tulajdonosi érték számszerűsítésével, a tőzsdei audittal kiegészítve) biztosítja. Az operatív *EEF*-rendszer keretében szerzett információk karakterisztikája jól strukturált és inkább kvantitatív, ellentétben a stratégiai *EEF*-rendszer által megszerzett rosszul strukturált információkkal, amelyek inkább kvalitatív tartalmúak. Az operatív *EEF*-rendszert alkalmazók tapasztalatvezéreltek, akiknek rendelkezniük kell elemzési és bizonyítási képességgel, míg a stratégiai *EEF*-rendszert felhasználók sokkal inkább holisztikus szemléletűek, meggyőző érveléssel bírnak és kreatívak. Az operatív *EEF*-rendszer megvalósítása delegálással, intézményesített formában, ok-okozati elemző eszközökkel történik, szemben a stratégiai *EEF*-rendszer felépítésénél nincsen delegálás, és létrejötté informális csatornákon, nem kauzális eszközök által történik. Az operatív *EEF*-rendszer szignifikáns eltéréseket, tolerancia határokat ad meg, míg a stratégiai *EEF*-rendszer a gyenge, homályos információtartalommal bíró indikátorokat közöl. Az operatív és a stratégiai *EEF*-rendszer között érdemes *interface*-kapcsolatot létesíteni, mivel a válaszként megadott eljárások közlésén kívül *monitoring* és visszacsatolás is létrejöhet.

A **trendszámítás és -elemzés** az idősorban tartósan érvényesülő tendenciát tárja fel. Itt a prevenció az ún. **5+1 irányzat** feltárására, figyelemmel kísérésére irányul: csökkenő haszonkulcs, csökkenő piaci részesedés, adósságállomány növekedése, forgótöke csökkenése, a vezetőváltás aránya, valamint egyéb, az adott vállalatra jellemző trend.

Ezeket a korai figyelmeztető rendszereket a **kvantitatív információk mellett kvalitatív tényezők beépítésével is** bővíthetjük. A **magatartáselemzés** is a válság előrejelzésének egyik módszere. A szakértők a magatartás három sajátos területére irányítják a figyelmet: Megromlanak a belső és külső **kommunikálás** folyamatai; Hanyatlak a **munka- és minőségi fegyelem**. (Például a selejtszázalék nagysága emelkedik, növekszik a vevőreklamációk száma, a munkatermelékenység csökken, igazolatlan hiányzások száma emelkedik, stb.) Csökken az **innovációk száma**.

A **korai figyelmeztető rendszer** támasztotta információs igényt a meglévő vállalati információs rendszer nem tudja kielégíteni, mert főként a folyó üzletmenet adathalmazát tartalmazza. Így szükséges egy megelőző, előre védő rendszer, mert segítségével olyan válságtüneteket ragadhatunk meg, amelyeket a meglévő tervező-elemző-ellenőrző eszközök

nem, vagy csak nem megfelelően tudnak észlelni. E rendszerek **kialakításának támpontjai** a következők:

- A megfigyelési területek meghatározása és állandó felügyelete;
- A stratégiaileg lényeges információk gyűjtése;
- Korai figyelmeztető jelek;
- Megbeszélések szaktekintélyekkel, intézményekkel;
- Az információk értékelése és a különböző (pénzügyi, piaci, műszaki, vezetési) diagnózisok.

**A korai figyelmeztető-előrejelző rendszerek funkcióvá válásának hatékonysága** jórészt a **vállalati menedzsment tapasztalatán, tudásán, kreativitásán múlik.**

### 5.6.2. A *turnaround* menedzselés

A vállalati válságmenedzseléssel összefüggésben, főleg az angolszász szakirodalomban használatos *turnaround* kifejezést magyarra többféleképpen fordíthatjuk: fordulat, trendforduló, megfordítás, irányváltás, amelyet főleg különböző válságstációban használunk. A gyakorlatban általában az operatív és a stratégiai válságmenedzselés megoldási módozata, ami a 'lényeges vagy meghatározó fordulat' megnevezést is jelentheti. Schendel – Patton – Riggs (1976) szerint a 'fordulat' már a stratégiai válságban, míg Hambrick (1985) szerint a jövedelmi válság stádiumában veszi kezdetét. Véleményünk szerint a gyenge és erős pontok feltárásával a vállalati gazdálkodásban, a piaci versenyközegben való vállalati lét, a rövid(ebb) termék életciklusok sürgős és rugalmas vállalati reakcióképességet igényelnek. Mindezek kiváltanak a stratégiai, pénzügyi és operatív gazdálkodásban növekvő mértékű és komplex változ(tat)áskezelést: stratégiai irányváltást, pénzügyi és szervezeti újra(át)szervezést – nem csak és kizárólag az említett két vállalati válság típusban!

A *turnaround*-menedzselés a szervezeti, személyi, pénzügyi, teljesítménygazdasági intézkedések és koncepciók tervezésének, megvalósításának, valamint az új erősségek kifejlesztésének kreatív módja.

A 'fordulat' menedzselésének eszköztára a leggazdagabb, a konkrét feladatokat nem egyszerű meghatározni, de közelebb jutunk a feladatok meghatározásában akkor, ha különbséget teszünk a következő három típus között (az **5-5. táblázat** részletesebb tartalmi kifejtése érdekében).

#### 5.6.2.1. A preventív *turnaround*

A **kezdődő, még látens válságok** esetén alkalmazhatjuk a **preventív *turnaround* válsághárító technikáit**. Ekkor a válság még nem érinti mélyen, alig zavarja meg a vállalati működést, de bizonyos jelek arra utalnak, hogy a vállalati működésben a jövőben zavarok keletkezhetnek. Még semmi végzetes nem történt, a folyamatok visszafordíthatók, vagyis „reverzibilisek”. Minél korábban ismerjük fel a fenyegető és látens válságot, annál hatékonyabban akadályozhatjuk meg annak bekövetkezését.

Ebben a fázisban szükséges **menedzselési tennivalók** magukban foglalják

- a hosszabb időszakra (néhány évre) szóló főleg stratégiai jellegű elemzéseket,
- az új erős pontok és pozíciók kialakítását,
- a pénzügyi ellenőrzés megerősítését (kontrolling bevezetésével), valamint
- a vezetésben történő esetleges változtatásokat is.

A vállalati stratégia megfelelő módosítása mellett szükséges a **válságot előidéző okokat feltárni és megszüntetni**. A válság létét tudatosítani kell a cég vezetésében is. Így a vállalati működést jó irányba fordíthatjuk.

#### 5.6.2.2. A reorganizációs *turnaround*

A reorganizációs *turnaround* **aktív válság megszüntetési technika**, amely **konkrét válság** esetén különálló válságmenedzselési stratégia készítését igényli. Ekkor a válságjelenségek már nyilvánvalóak, a vállalati működésben egyértelmű zavarok mutatkoznak. Ez az utolsó szakasz, ahol nagyobb „véráldozatok” nélkül leküzdhetjük a válságot. Ebben a fázisban már szükséges beavatkoznunk a vállalati folyamatokba, a vállalat szerkezetébe. A válságterület körülhatárolásával és részletes elemzésekkel a viszonylag rövid távú (1-2 éves) projektek – a szervezet egyszerűsítése, a decentralizációja, a marketing javítása, a menedzsment átszervezése, logisztikai és disztribúciós folyamatok megszervezése, stb. – erős ellenőrzés mellett történő megvalósításával felszámolhatjuk a válságjelenségeket.

#### 5.7.2.3. A reaktív *turnaround*

A **kiterjedt, kifejtett, de még uralható válság** esetén gyors és nagyléptékű globális válságelemzés után rövid (néhány hónapos) akciótervek megvalósítása keretében

- vagyoneértékesítés;
- a szervezet „karcsúsítása”;
- a veszteséges tevékenységek, termékek, szolgáltatások felszámolása;
- létszámcsökkentés;
- telephelyek, üzletágak megszüntetése történik.

Amennyiben ezek az akciótervek eredményesek, úgy rá lehet térni a zavarelhárító menedzselés hosszabb távú módszereire (vagyis az említett reorganizációs és preventív *turnaround* technikáihoz).

Hangsúlyozom azt, hogy sikeres *turnaround* érdekében tett intézkedések hatásainak szisztematikus ellenőrzése a terv-tény adatok összehasonlításával és eltéréseinek elemzésével történjen. Ez az ellenőrzés hozzájárul egy olyan kontrolling rendszer kiépítéséhez, ami a *turnaround* menedzselési munka lezárása után egy korai felismerő, figyelmeztető és előrejelző rendszer működtetését is szolgálja. Itt hangsúlyozzuk azt is, hogy az ún. *turnaround-controlling* és a ’normál-controlling’ különbözik egymástól. Az előbbinél egyrészt rövidebb az ellenőrzési ciklus az idő sürgetése és az intézkedések minél előbb történő végrehajtása érdekében, másrészt pedig jóval nagyobb az ellenőrzés szerepe a fizetőképesség és az eredményesség javítása terén.

#### 5.6.2.4. A *soft landing turnaround*

A zavarelhárító válságmenedzselés egyik eszköze az ún. ***soft landing*** (sima leszállás), amely egy **elszigetelhető megoldás**<sup>17</sup>. Léteznek olyan **kisebb válsághelyzetek**, amelyekben a megoldással megbízott **válságmenedzser és stábj** mintegy **teljhatalmat kap**, s közben a **vállalat nagyobb része** a korábban kitűzött célokért, a korábban kialakított szervezetben és működési rendben tevékenykedik, az **addigi vállalatvezetés irányításával**. Ilyenkor a válsághelyzet megoldásának utolsó lépéseként a **válságmenedzser** mintegy **beilleszti, integrálja a korábbi válságterületet a vállalat egészének szervezetébe, működési rendjébe, s ezzel megszűnik megbízatása**.

A *soft landing turnaround* válságmenedzselés lépéseit az **5-6. ábrán** szemléltetjük, amelyhez az alábbi megjegyzéseket fűzzük:

- Az **előrelátó vállalatvezetés** válsághelyzetekre szóló **”válság-típusterveket”** dolgoz ki. (Ez a mindent megelőző nulladik lépés legyen!) Ennek során természetesen nem tudhatja azt, hogy a tényleges válság mikor következik be, milyen kézzelfogható formát ölt és milyen súlyos lesz

---

<sup>17</sup> Véleményünk szerint az itt sorra kerülő feladatokat alkalmazhatjuk az 5.6.2.1. és az 5.6.2.2. fejezetben már közreadott *turnaround* válságmenedzselés ’preventív’ és ’reorganizációs’ típusainál.

– de tipikus válsághelyzetekre ki tud alakítani ellenlépéseket. Például arra, hogy az egyik erőforrás ugrásszerűen megdrágul (az olajválság példája) vagy időlegesen nem áll rendelkezésre (sztrájk esetében); hogy a vállalat egyes termékeinek piaca összeomlik, egy versenytárs korszerűbb vagy olcsóbb termékkel jelenik meg; hogy odavész egy külföldi beruházás, amelynek nagy a szerepe a vállalat termelési vertikumában (új külföldi kormány államosító gazdaságpolitikája következtében), stb.

- A vezetésnek **fel kell(ene) ismerni a válságot** – lehetőleg – **már a gyenge jelekből**. Aztán **azonosítani kell a** válságot az okok, a következmények és a feltétel variánsok pontos, valamint teljeskörű számbavételével. Csak ezek ismeretében lehet ugyanis reálisan meghatározni a válság lényegét! Szinte általános a tanulság: a vállalatvezetés operatív vaktsága miatt nehezen jut el a probléma gyökeréig, a válság lényegéig.

- A válsághelyzetbe jutott vállalat csúcsvezetőjének **válságmenedzsert kell kinevezni** annak érdekében, hogy új szemlélettel, minden energiáját a válság megoldására fordíthassa: A vállalat csúcsvezetőjének ugyanis más, összvállalati teendőket kell ellátni válság idején. A válságmenedzserre bízzák a fordulat megvalósítását és a kilábalás levezénylését. A válságmenedzser mindenekelőtt képes legyen a cél, az irány meghatározására, amerre a vállalkozás elindulhat, amelynek elérésére koncentrálni kell az erőforrásokat. A válságmenedzsernek különleges **válságstábnak** kell segíteni feladatainak ellátásában. Minden válság ugyanis több szakterületen követeli meg specialisták (pénzügyes, könyvvizsgáló, mérnök, HR-es, stb.) közreműködését. A szükséges feladatok sikeres végrehajtása érdekében maga köré kell gyűjteni a megfelelő szakembereket, akik magukénak érzik a kitűzött célt, és hajlandóak az érdekében mindent, tőlük telhető módon, megtenni. Tudnia kell motiválni közvetett és közvetlen beosztottait egyaránt. Elengedhetetlen feltétel a **flyamos és tárgyilagos kommunikáció a külső és a belső partnerekkel egyaránt**. Érzékenynek kell lenni minden érdekelt fél véleményére, javaslataira, szempontjaira, de megfelelő pillanatban képesnek kell lenni határozott és egyértelmű döntést hozni.

- A **válságmenedzser operatív tevékenységének 1. lépése a válság elszigetelése**. Ezzel éri el azt, hogy a válság ne terjedjen át a vállalat működésének más területeire.

- A válsághelyzetben végzett belső (vállalati) és külső flyamos, tárgyilagos kommunikálás általában döntő jelentőségű, hiszen ez befolyásolja a foglalkoztatottak hűségét, aktivitását, alkotóképességét, éppen úgy, mint a vállalat legszélesebb körben való megítélését, árupiaci, pénz- és tőkepiaci, valamint általános üzleti lehetőségeit. Széleskörű tapasztalat az, hogy a rossz kommunikálás többszörösére növelheti a kialakult válság következményeit, súlyát: a **kommunikálás elmulasztása vagy a rossz kommunikálás a legbiztosabb útja annak, hogy a részleges válság az egész vállalatot átfogó válsággá terebélyesedjék**.

- A döntési kritériumok kiválasztása azon a felismerésen alapul, hogy miként lehet az adott válsághelyzet fenyegetését előnnyé változtatni. Tehát a **döntési kritériumok kiválasztása a nagy lehetőség felismeréséből következik**, de természetesen szerepet kapnak kialakításukban a válság okai és a leküzdéséhez rendelkezésre álló, illetve pótlólagos erőforrások is. Közöttük kölcsönhatás érvényesül: a nagy lehetőség például nem használható ki a válságok kiküszöbölése nélkül, viszont az igazolt nagy lehetőség megnövelheti a pótlólagos erőforrások megszerzésének esélyét. **A döntési kritériumok választása jelzi azt, hogy a vállalkozás merre próbál a válságból kilábalni és 'jó útra térni'**. Amennyiben a **marketing fejlesztése a 'járható út'**, úgy a cégnek újra kell vizsgálni piacait, át kell gondolni termékei, szolgáltatásai létjogosultságát, meg kell határozni tevékenysége fókuszát. Mindenki számára egyértelműen tisztázni kell azt, hogy a vállalkozás melyik termék gyártását, melyik szolgáltatás nyújtását tekinti feladatának, mivel akar foglalkozni és mivel nem. Ezt a döntést megfelelő marketingstratégia kialakításával, stratégiai és üzleti terv kidolgozásával kell támogatni. Ennek elemei az árpolitika, a termék pozíciója a piacon, a versenytársakkal való összehasonlítás, megkülönböztetés a többi hasonló terméktől és az egyéb kapcsolódó szolgáltatások kialakítása,

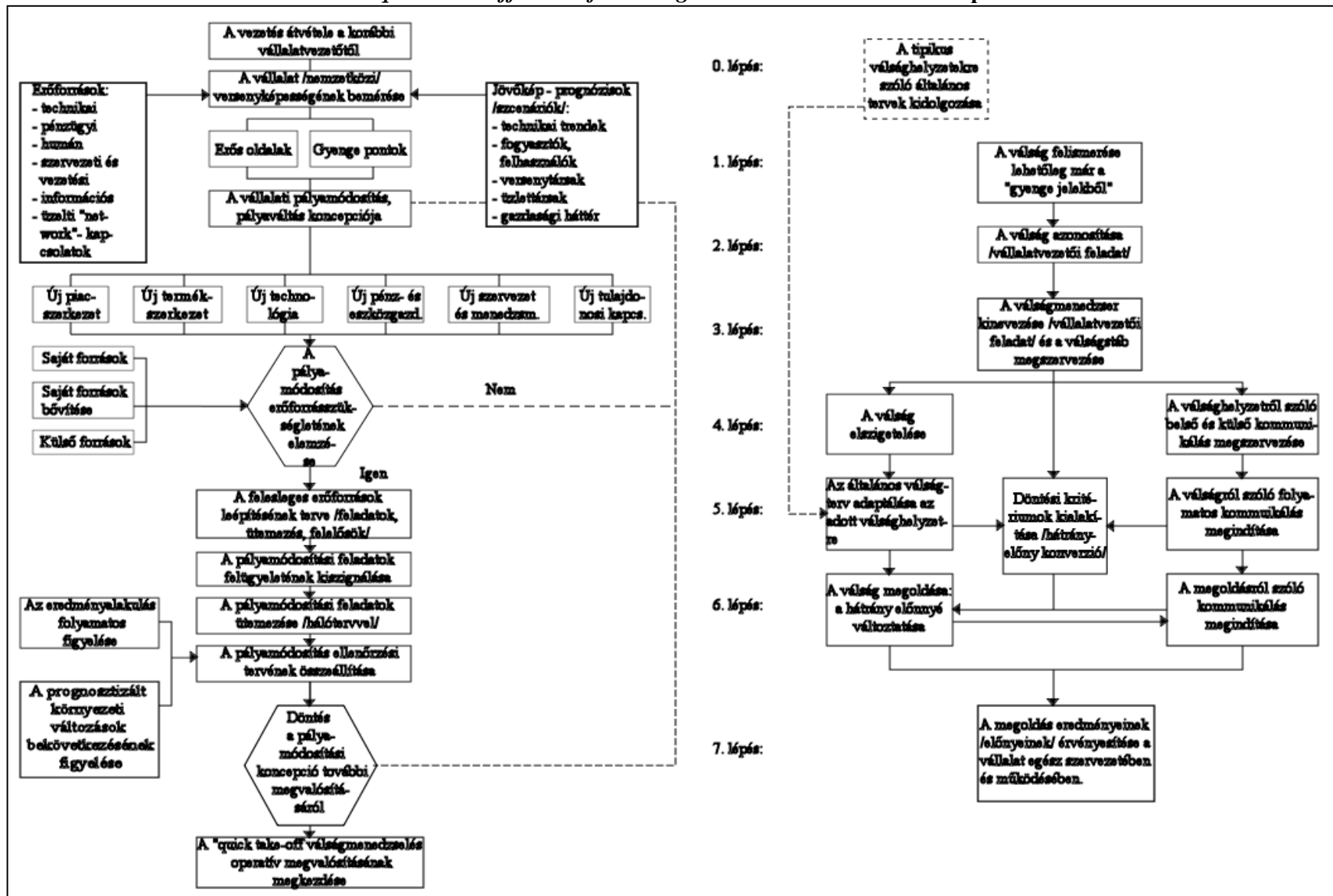
stb., amelynek mind egy jól átgondolt koncepció alapján kell szerveződniük. Úgy véljük, hogy a **marketing elsőbbséget élvez a termeléssel/működtetéssel szemben**. Itt hangsúlyozzuk azt is, hogy a **jövedelem növekedését biztosító forgalom megalapozása az elsődleges feladat**, s bár nem kevésbé fontos lépés, de csak **ezt követheti a költségracionalizálás lehetőségeinek feltárása és kiaknázása**. Ez a terület olyan lépéseket foglal magában, mint a termelés/működtetés és a kapcsolódó logisztikai feladatok racionalizálása, az anyag- és energiapazarlás megszüntetése, létszámleépítés, a luxus, a szponzori, a szociális kiadások lefaragása. A költségcsökkentési programhoz a gyakorlat több technikát is ismer. Például sorról-sorra meg lehet nézni minden egyes költségtétel indokoltságát, de egy-egy konkrét számot is meg lehet határozni elérendő célként, vagyis hány százalékos megtakarítást kell elérniük az egyes terület vezetőinek. A költségracionalizálás részét képezi, és egyben bevételeivel rövid távú pénzügyi egyensúly fenntartását is segíti a felesleges eszközök értékesítése. Az ingatlanok, valamint a gépek és berendezések esetében újra mérlegelés tárgyává érdemes tenni azt, hogy vakon a tulajdonlás vagy valamilyen lízingkonstrukció alkalmazása-e a kifizetődőbb. Gyakran presztízskérdésnek számít a cégeknél a központ holléte. Sok társaság akkor is kiemelt övezetben tartja fenn főhadiszállását, ha ez üzletpolitikailag nem indokolt. Az irodák, a telephelyek és a fióktelepek esetében is meg kell vizsgálni azt, hogy vajon földrajzilag és az ingatlanárak szempontjából mi az optimális megoldás. A költségracionalizálás szempontjából természetesen a vállalat minden területét vizsgálat alá kell vonni: anyersanyag beszállítástól a logisztikán, a munkaerő gazdálkodáson keresztül az értékesítésig. Ez az a terület, ahol a belső ellenállás feloldása végett egy kívülálló véleménye talán a legtöbbet jelenthet a vállalat menedzsmentje számára.

Az említett lépésekkel párhuzamosan haladhat, illetve ezeket követi a **pénzügyek területén** a hitelek átütemezése, kamatainak újratárgyalása, új, friss tőke bevonása, szakmai befektetők keresése számszakilag megalapozott befektetési projektekhez. A bankokkal, szállítókkal, befektetőkkel szemben csak akkor lehet a válsággal küzdő vállalkozásoknak megfelelő tárgyalási alapja, ha el tudja hitetni azt, hogy a cégnél valódi változások történtek. Ezt pedig éppen azzal érhetjük el, ha ésszerű, átgondolt koncepciók szellemében kidolgozzuk a konkrét lépéseket, azok ütemezését, meghatározzuk a felelősöket és megkezdjük a program végrehajtását.

- Az általános válságterv **adaptálása** és a **válsághelyzet megoldása** a válságmenedzsernek és stábjának feladata. Az adaptálás egyszerűsége, gyorsasága egyúttal jelzés is a cég csúcsvezetője számára az, hogy mennyire készült fel a társaság általános válságtervekkel (0. lépés!) a bekövetkező tényleges válság helyzetére.

- Az utolsó lépés a **megoldott válsághelyzet szervezeti, termelési, marketing, gazdálkodási, humánpolitikai, stb. következményeinek beillesztése a vállalat egészének szervezeti és működési rendjébe**. A válságmenedzselés csak akkor ér véget, ha a válság elszigetelésével megkezdődött polarizálódás megszűnik a vállalatban és az ismét egységes egészként működhet.

5-6. ábra: A quick take off és a soft landing turnaround menedzselés lépéssorozata





#### 5.6.2.5. A *quick take off turnaround*

Léteznek olyan súlyos válsághelyzetek, amelyekben a vállalatnak sem kisebb, sem nagyobb része nem tud tovább működni a korábban kitűzött célokért, a korábban kialakított szervezeti és működési rendben. Ez az igazi válságmenedzselés alapesete! A válság teljes, a vállalat egészére kiterjed, a megszűnés veszélye jelen van. (A vállalati működés verseny- és háttérkörnyezetében azonban növekedés lehet vagy ezek maguk is a stagnálás, a visszaesés vagy a válság állapotában vannak.) Ilyenkor nem arra van szükség, hogy a vállalatvezetés mellett megbízást kapjon egy akár teljhatalmú válságmenedzser. Ebben az esetben általában az **egész menedzsmenetet le kell váltani, s a válságmenedzselés az új felsővezetői team feladata lesz. A radikális vezetőségváltás után új célokért, új szervezetben, új működési rendben kell a vállalatnak leküzdeni mély válságát.** A válság ugyanis már nem szigetelhető el, áthatja a vállalat egészét, s ilyenkor – a tapasztalatok szerint – öngyilkosság az eredeti vezetésre bízni a talpra állítást. Ehhez nemcsak a felkészültsége, hanem a bizalmat is elvesztette mind a tulajdonosok, mind az alkalmazottak, mind pedig a vevők és az üzleti partnerek részéről. A *quick take off* (meredek felszállás) válságmenedzselés nem mindig gyors a szó köznapri értelmében<sup>25</sup>. Az **5-6. ábra** közli ennek a zavarelhárító válságmenedzselés lépéssorozatát.

A válságmegoldás koncepciójának és tervének kimunkálása, valamint a terv megvalósítása a válságmenedzser feladata, aki mindezt többnyire egy új és általa jól ismert szakemberekből álló felsővezetői csapat, a 'válságmenedzseri team' segítségével oldja meg. A *quick take off* egyik legalapvetőbb követelménye a **hatékony időgazdálkodás**: minél gyorsabban ki kell lábalni a válságból, hogy minél kisebb veszteség érje a vállalatot.

A zavarelhárító válságmenedzselés megvalósításának vannak **kulcsfeladatai**, amelyek mintegy zálogai a sikernek. Az elmúlt évek-évtizedek tapasztalatai alapján **6** ilyen, a válságmenedzselés folyamatában egymást követő kulcsfeladatot különböztethetünk meg:

**1.** A válságmenedzser első feladata – amikor átveszi a válsághelyzetbe jutott vállalat egészének irányítását – a **"hibás gén" feltárása** és torzító, áttételes hatásainak felmérése: milyen vezetési hiba vagy szervezeti-működési fogyatékoság volt a válság bekövetkezésének eredendő oka, s ez miként mérgezte tovább a vállalat egészének szervezetét, miként fogta vissza teljesítményét, miként csökkentette versenyképességét. Vállalkozásunk versenyképességének beméréséhez fel kell tárnunk a rendelkezésre álló erőforrásokat és a scenáriók birtokában felmérhetjük a működésünk erős és gyenge pontjait.

**2.** A válságmenedzser második feladata az **"arkhimédészi pont" megtalálása**: ez az a szilárd pont, illetve koncepcionális üzleti cél, amelynek elérésével 'kihúzható' a vállalat válsághelyzetéből. Az "arkhimédészi pont" szinte bármi lehet egy új gyártási profiltól a megújult szervezeti és pénzügyirányítási rendszeren át az új piacszerkezetig. A válságmenedzsernek azonban bizonyítania is kell, hogy rátalált erre a pontra – elsősorban önmaga előtt, majd a **"pályaváltás koncepciójában"** a vezető tisztségviselők és/vagy a tulajdonosok előtt. A bizonyításban minden **pro és kontra érvnek** (a feltételeknek, a kitűzött célnak, a szükséges eszközöknek, a megvalósításban rejlő kockázatnak, a végrehajtás során esetleg bekövetkező pályamódosítás áldozatának) egyértelműen és súlyozva kell megjelennie, s a koncepció mellett egyetértően kell felsorakoznia a válságmenedzseri team minden tagjának. Úgy mondják, egy válságmenedzser "addig nem is alhat", amíg rá nem talál a többnyire zűrzavaros belső (vállalati) és szétágazó külső feltételek között a talpra állításhoz nélkülözhetetlen "arkhimédészi pontra".

---

<sup>25</sup> Véleményünk szerint az itt sorra kerülő feladatokat alkalmazhatjuk az 5.6.2.3. fejezetben már közreadott *turnaround* menedzselés 'reaktív' típusánál.

3. A harmadik, többnyire fájdalmas feladat az *overboard*, vagyis az **pályaváltási koncepció végrehajtásához már szükségtelen erőforrások "tengerbe hajítása a fedélzetről"**. Különösen fájdalmas lehet ez a kényszerű karcsúsítás a humán erőforrás-menedzsment szempontjából, hiszen lényege a sokszor igencsak méltánytalan és jelentős mértékű elbocsátás – de erre szükség van, hogy meg lehessen menteni a megmaradó munkatársakat. Ugyanilyen szomorú lehet az, ha egy vállalat több évtizedes vagy akár évszázados gyártási kultúráját kell feladni. Ellenben nem könnyű a cég tárgyi eszközeinek, az ezekben megtestesülő vagyonának a "tengerbe hajítása" sem, hiszen a vevők tisztán látják a válsághelyzetet, s ezért csak jóval értéken aluli árakat kínálnak a vagyontárgyakért. A javak ilyen "elkótyavetyélésére" azonban szükség van: megtartásuk csak felesleges költséggel járna – az értéken aluli árakból viszont olyan beruházásokat lehet végrehajtani, amelyek segítik a karcsúsított vállalat talpra állását. Itt konkretizálni kell azt, hogy melyik erőforrás leépítéséről van szó, ez hogyan történjen, milyen időbeni ütemezés szerint, és kik a felelősök ennek végrehajtásakor.

4. A negyedik tennivaló a **válságterv** elkészítése. Ennek két követelményt kell kielégítenie: mindvégig következetesen kell ráirányítani a megvalósítás folyamatait a válságmenedzselés végső céljára – de közben rugalmasan alkalmazkodnia is kell, vagyis segítenie kell az előre nem látott akadályok legyőzését, valamint a kínálkozó új lehetőségek kihasználását. Ezt a **pulzáló tervezés** elvégzi ki. Ennek alap gondolatát szimbolizálhatja egymást követően elhelyezett mágneses pólusok sora: ezek érzékeltethetik, hogy a **válságmenedzser és teamjének tagjai igen gyakran összejönnek értékelő és feladategyeztető megbeszélésre, ami biztosítja a terv valóra váltásában a szigorú "célra tartást"**. A pólusok között pedig mágneses erővonalak alakulnak ki, amelyek mindegyike egy-egy funkcionális vagy projektmenedzsernek az egyes megbeszélések között végzett operatív tevékenységét jelenítheti meg. Ezek a menedzserek ekkor önálló döntéseket hozhatnak, vagyis hozzáigazíthatják a terv megvalósítását az előre nem látott feltételekhez. Tehát a tevékenységüket szimbolizáló erővonalak fejezik ki a rugalmasságot a terv végrehajtása során.

5. A talpra állás, az új szervezet, az új irányítás és működés megvalósításának kulcsszava a **"K.u.K."** lehetne: ez jelölheti azt a két nélkülözhetetlen sajátosságot, amellyel a válságmenedzser meggyőzheti a vállalat munkatársait, hogy van átütő koncepciója, megfelelő terve és programja a sikeres kilábalásra. Az első **"K"** a **karizmat** jelöli, a második pedig azt, hogy a saját meggyőződését **eredményesen kell kommunikálnia**. Ha a karizma és a kommunikációs készség hiányzik a válságmenedzserből, nem lesz **hiteles a személyisége**, nem lesz szuggesztív a válságterve – és ezért munkatársai sem fogják vállalni azokat a nagyobb terheket, amelyek óhatatlanul együtt járnak egy válsághelyzet megoldásával.

6. A válságmenedzser utolsó, hatodik feladatát a vállalat talpra állását követi, s a **"marsallbot átadásával"** jellemezhetjük. Ritkán esik meg ugyanis az, hogy egy válságmenedzselésre szakosodott vezető megmarad a megmentett vállalat élén. Amikor a válságból való "felszállás" nagyobb "tolóerejének" csökkentésével át lehet állni az "utazósebességre" (a hasonlatunknál maradjunk: a *quick-take-off*-ból a *cruising speed*-re), akkor a válságmenedzser és teamje rendszerint átadja a vezetést a belső szakemberekből álló vagy – ritkábban – a kívülről verbuvált új menedzsereknek. Tehát a megmentett vállalatnál ekkor kezdődhet meg ismét a többé-kevésbé rutinszerű működés és irányítás – már amennyire ez így nevezhető turbulens változásokkal átszótt mai világunkban.

A *quick take off* válságmenedzselés a **felsorolt 6 kulcsfeladathoz illeszkedő hat szakaszban** hasznosítja a sajátos **menedzsment-technikák** előnyeit. A technikák közül napjainkban a következők a legjellegzetesebbek:

**1. szakasz:** Az egyik tennivaló a vállalat és a versenytársak teljes körű összevetése a válságot kiváltó okok azonosításának elősegítése. Ehhez a válságmenedzser általában két technikát használhat. Az első a **'teljes körű szintbemérés'** (a total benchmarking), amely a vállalat inputjait, erőforrásait, működési folyamatait, ezek céljait és outputjait, valamint szervezetét és

rendszereit (beleértve irányítási rendszerét, menedzselését is), valamint a környezetével való kapcsolatait veti egybe a versenytársak hasonló jellemzőivel. A második tennivaló a válság alapvető okának feltárása a **'hibás gének felkutatása'** (a digging for the faulty genes) technikával. A kutatás az okok és okozatok sorának vizsgálatával – az előzők szerint – többnyire ahhoz a menedzsmenethez vezet vissza, amelyet a válságmenedzser és teamje váltott fel: ennek téves döntésében vagy a döntés elmulasztásában, halogatásában talál rá a válság gyökerére.

**2. szakasz:** Itt a feladat azoknak a külső lehetőségeknek a felmérése, amelyek behatárolják az arkhimédészi, vagyis a válságból való kitörési pontnak a kiválasztását. Ezt az **'iparági és piac csoport-elemzés'** (*industrial/market analysis*) technika segíti: ez a szóba jövő iparágak, illetve piaccsoportok körében tekinti át ezek eddig elért és várható növekedését, háttérkörüzetük stabilitását, technikai és kereslet-kínalati színvonalát, valamint a piacukat jellemző verseny erősségét, majd elemzi azokat az akadályokat, amelyekkel egy újonnan piacra lépőnek kell számolnia (Porter 1993, 384). Mindezzel kiteljesedik az előző szakaszban megkezdett **SWOT elemzés** és megvalósul az ennek háttérét alkotó **STEEPLE** elemzés<sup>18</sup>. Ezután a válságmenedzser azt tisztázza, hogy miként illeszthetők a vállalat meglévő és esetleg bővíthető erőforrásai az előzőekben feltárt lehetséges kitörési pontokhoz. Ehhez elsősorban a **'tíz kritikus erőforrás elemzése'** technikát hívhatja segítségül, amelyik a klasszikus természeti, technikai, humán- és pénzforrásokon kívül számol az "új" erőforrásokkal (a "6i"-vel), amelyek a vállalat információs rendszere, innovációs készsége és képessége, a környezetéhez való illeszkedési képessége (beleértve üzleti partnereitől érkező inputjait, outputjait, kapcsolatát a *stakeholderekkel* – akik érdekeltek a vállalat eredményeiben, a tulajdonosoktól az üzleti partnereken át az adóhivatalig – valamint összhangját a háttérkörnyezet egészével), immateriális erőforrásainak "láncá" (vállalatképétől PR-jén át a vállalati márka erejéig), irányítási rendszere, s végül a vállalat "időérzékenysége", vagyis az, hogy milyen hosszú átfutási és reagálási idők jellemzik a működését.

Csak ezt követően kerül sor a legalkalmasabb kitörési lehetőség, az arkhimédészi pont kiválasztására, amihez a jellegzetes **'stratégiai döntések képlete'** (formula for strategic decisions) nyújt segítséget. (A 'képlet' ebben inkább szimbolikus kifejezés: elsősorban nem a számszerűsítést szolgálja, hanem a gondolkozásmódot sugallja.) Jól ismert alakja a következő:  $S_i = (B - R) \times p_1 - A \times p_2$ , ahol  $S_i$  stratégiai variánsokat,  $B$  a várható bevételt,  $R$  a szükséges ráfordításokat,  $p_1$  ezek elérhetőségének, illetve biztosításának bekövetkezési valószínűségét,  $A$  a megvalósítás során esetleg szükséges pályamódosítás vállalati áldozatát,  $p_2$  pedig ez utóbbi valószínűségét jelzi. (Tehát az  $A \times p_2$  tényező az adott stratégiát megvalósító vállalat rugalmasságának mértékét is érzékelteti.) A "képlet"  $p$  tényezőiben természetesen összpontosul mind a versenykörnyezet, mind a háttérkörnyezet valamennyi kockázata a már említett **SWOT** és **STEEPLE** elemzések eredményei alapján. A válságmenedzser végső feladata az, hogy a lehetséges stratégiai pályák közül kiválassza azt, amelyik a "képlet" tényezői, ezek súlyozása és összefüggése alapján a legsikeresebb kilábalást alapozza meg.

A válságmenedzsernek ebben a szakaszban végül prezentálnia kell a válság megoldására kialakított koncepcióját a vállalat igazgatóságának és/vagy tulajdonosainak, hogy jóváhagyják elképzelését. Ehhez nem elég az átfogó kilábalási stratégiát ismertetnie – még ha számszerűsíti

<sup>18</sup> A betűszavak közismert feloldása: S = a vállalat erős oldalai (*Strong points*), W = a vállalat gyenge pontjai (*Weak points*), O = a környezet által felkínált üzleti lehetőségek (*Opportunities*), T = a környezetből érkező fenyegetések (*Threats*), illetve S = a társadalmi környezet (*Social environment*), T = a technikai környezet (*Technical environment*), E = a gazdasági környezet (*Economic environment*), E = környezetvédelem és környezet-gazdálkodás (*Ecological protection, Economy of the ecological*), L = jogi környezet (*Legal environment*), s végül E = oktatási-képzési környezet (*Educational environment*).

is a "stratégiai döntések képletének" valamennyi tényezőjét. A jóváhagyáshoz általában mélyebb elemzésre van szükség, s ez ölt testet a válságmenedzser által összeállított **hatástanulmányban**. Ez azt mutatja be, hogy a javasolt kilábalási stratégia miként hat a vállalat teljes erőforrás szerkezetére, minden folyamatára, egész szervezetére, valamennyi rendszerére és teljes outputjára, s hogy milyen új kapcsolatokat hoz létre, illetve azt, hogy milyen meglevőket számol fel verseny- és háttérkörnyezetében. Ilyen hatástanulmány összeállítása azonban többnyire meghaladja még egy felkészült válságmenedzser-team kapacitását is, ezért elkészítésébe általában külső szakértőket is bevonnak – nem kis honoráriumokkal, hiszen a tanulmányokat záros határidőn belül kell elkészíteniük, s a színvonalas szakértők "éjszakai műszakának" igen borsos az ára – de a válságmenedzselés soha nem volt olcsó mulatság.

**3. szakasz:** A **feleslegessé váló erőforrásoktól való megszabadulás a tárgyi erőforrások** esetében az eladás, ami – mint említettük – általában értéken aluli árakon történik. Az értékhez közelítő árakat akkor érheti el a vállalat, ha képes **versenyeztetni a potenciális vevőket**. A **humán erőforrások leépítése** során pedig legyen nagyvonalú a cég, méghozzá saját érdekében is: ne csupán tisztességes végkielégítésekre szánja rá magát (a válsághelyzet pénzszűkének ellenére!), hanem állítson fel saját **"álláskereső szervezetet"**, vagy legalább szerződjék "teljesítménybérben" egy munkaközvetítő ügynökséggel, hogy így segítse feleslegessé vált munkatársainak új elhelyezkedését. (Adott esetben még csökkentse is "dobra vert" tárgyi eszközeinek árát akkor, ha ezek vevői hajlandók arra, hogy tartós foglalkoztatással vegyék át az elbocsátott munkatársakat.) Az új elhelyezkedés támogatásának költség-ráfordítása ugyanis – a tapasztalatok szerint – bőven megtérül a talpra álló vállalat megerősödő vállalatképében és PR-jében. Végül megjegyezzük: a felesleges erőforrások értékesítése olykor magában a válságtervben is szerepelhet – elsősorban akkor, ha az értékesítéssel elért pénzforrás-növekedés a válságból való kilábalás alapvető tényezője vagy az árbevételt hosszabb távra elnyújtva ütemezni kell.

**4. szakasz:** A jóváhagyott koncepciót követően a válságmenedzser kimunkálja a válságtervet. Ennek bevált formája és technikája egy olyan **funkcionális hálóterv**, melynek soraiban külön-külön az egyes végrehajtók, oszlopaiban pedig a megvalósítás előírt kezdő és záró időpontjai szerepelnek, s amelyet **öt gráffal egészítenek ki**: az első (bár, az előzőek szerint ez csak akkor készül, ha tartalma döntő mértékben járul hozzá a válsághelyzet megoldásához) a feleslegessé váló erőforrások értékesítésének ütem- és árbevétel tervét; a második a talpra állás egészének pénzáram tervét; a harmadik a beruházások, új felvételek és beszerzések forrás-, ütem- és üzembe állítási tervét; a negyedik a munkatársak pontosan munkafázisokra időzített motivációs tervét (melynek fő célja a végrehajtás "szűk keresztmetszeteinek" felszámolása az intenzívebb teljesítmények szorgalmazásával); az ötödik pedig a válságmenedzseri ellenőrzés ütemtervét tartalmazza (ez utóbbiban egyes feladatokat a válságmenedzseri team tagjaira is delegálva).

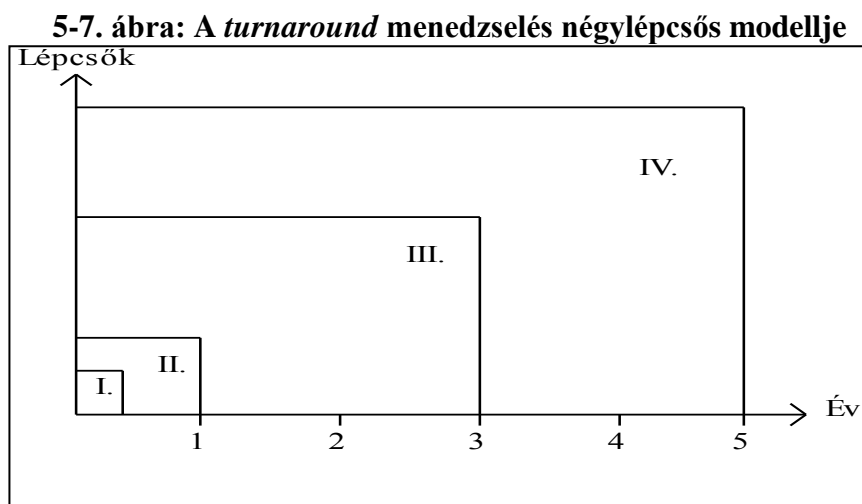
**5. szakasz:** Ebben kerül sor két meghatározó jelentőségű akcióra: a válságmenedzselés koncepciójának és tervének kommunikálására a munkatársak körében – és a terv végrehajtására. Javasolhatjuk azt, hogy a válságmenedzser a **kommunikálás** várható időpontját jó előre – olykor már a 2. szakasz végén – jelentse be, hogy így elkerülje a felesleges találgatásokat, a bizonytalanság elmélyülését és terjedését, s ezzel a munkamorál további csökkenését. A kommunikálás **tartalmában** kendőzetlenül kell feltárni a kialakult válsághelyzetet, ennek okait és következményeit – és **meggyőzően kell felvázolni** az ebből **kivezető, egyértelmű utat**. A kommunikálás akkor hatékony, ha **párbeszédre** is ad lehetőséget a válságmenedzser és teamje, valamint a tervet végrehajtó munkatársak között. (A szakmában közismert a válság peremére jutott japán középbank vezérének esete, aki több hónapot szánt arra, hogy végiglátogassa valamennyi bankfiókját és a helyszínen, beszélgetések keretében győzze meg összes beosztottját válságmenedzseri koncepciójának és válságtervének megalapozottságáról.) A **válságterv végrehajtásának három alapvető követelménye** pedig a sokszor bizony **"kegyetlen" következetesség, a megszabott ütemek szigorú betartása és**

**lehetőleg minden tervmódosítás elkerülése a valóra váltás során:** ugyanis még a kisebb módosítások is könnyen alááshatják a válságmenedzser hitelét, koncepciójának helytállóságát, s ezzel veszélyeztethetik a kilábalás egészét.

**6. szakasz:** Ez zárja a talpra állást. A válságmenedzselés ugyanis manapság már önálló szakmává vált, s ezért a válságmenedzser és teamje a válságból való kilábalást követően többnyire átadja a vezetést egy belső munkatársak közül kinevezett olyan új menedzsercsapatnak, amelynek tagjai bizonyították rátermettségüket a válság megoldása során - vagy olyan csapatnak, amelynek tagjait más vállalattól "csábította át" az igazgatóság, illetve a cég tulajdonosainak köre. Az átadás technikája minden esetben a '**rendszerek transzferje**' (*systems transfer*). Ez úgy működik, mint az informatikából ismert integrált vállalatirányítási rendszerek: nemcsak az egyes funkcionális rendszereket, az ezeket támogató információs, stratégia-tervező, kontrolling, stb. részrendszereket, valamint a különböző projekteket, BU<sup>27</sup>-kat, divizionális szervezeteket, stb. kell 'átadni', hanem mindezek szervezeti, működési és irányítási kapcsolatait is egyértelművé kell tenni az átvevők számára. S napjaink rendszer-transzferje már azt követeli meg, hogy a vállalati nagyrendszer működésében mind jelentősebb szerepet kapjon a '**funkcióhatárok légiesítése**' – ami nemcsak merőben újfajta kapcsolatokat hoz létre egy vállalaton belül, hanem aminek megvalósítása a sikeres válságmenedzselésnek is mind számottevőbb feltétele lesz a jövőben (Drucker 2001, 219).

#### 5.6.2.6. A *turnaround* menedzselés négylépcsős modellje

Ha vállalkozásunk már a látens válság fázisában van, akkor normális módon sok időt igényel az, hogy ismét a prosperitás állapotába jusson. Sajnos, e tényt az érdekeltek sokszor alábecsülik. Az érdekeltek gyakran nem számolnak azzal, hogy a talpra álláshoz, az újbóli eredményes működéshez idő kell. Azt gondolják, hogy egy 'huszárvágás' a költségfronton mindent megold vagy egy piacfeltáró programmal "mozgásba hozzák a gépezetet". A *turnaround* tevékenységnek ez a módja olyan gyorsan visszaüt, mint a bumeráng, mivel ez nem vezet tartós sikerhez. A tartós siker érdekében a *turnaround* négy lépcsőjének kidolgozását és megvalósítását javasoljuk. Ennek időigénye kb. 5 év. Mindezt az **5-7. ábra** is szemlélteti.



*Forrás:* Katits, 2010.

<sup>27</sup> A *Business Unit*-ok korlátozott vagy viszonylag teljes önállósággal rendelkező üzleti egységek. Főbb típusaik a költség-, nyereség- vagy beruházás központok, illetve a multinacionális korporációk földrajzi alapon elkülönülő (észak-amerikai, európai, latin-amerikai, távol-keleti, stb.) vállalatrészei.

## I. A kritikus fázis

Ennek a lépcsőnek a célja: a **kudarc és különösen a pénzeszközök elapadásának azonnali megállítása**. Elsőrendű feladat az erős pénzügyi kontroll kialakítása, a megfelelő pénzügyi vezető kiválasztása, érdekeltségének és felelősségtudatának kialakítása. Ez egy, az egyéves határidőt megelőző lépcső, amelyet 'azonnali határidőnek' nevezhetnénk. Ez a fázis **akkor kezdődik**, amikor a **vállalati menedzsment felismeri azt, hogy a hanyatlás olyan súlyos, amely megkérdőjelezi a cég fennmaradását**. Ez a lépcső pedig **akkor végződik**, amikor a **megtett intézkedések a további hanyatlást meggátolták és felkészítették a szervezetet a 'fordulatra'**. A döntések tárgya: vezetésváltás vagy -csere, külső erők (tanácsadók) bevonása, projektszervezet meghatározása, a válság nyilvánosságra hozatala, a program céljának és mérföldköveinek rögzítése, a folyamat- és határidőterv elkészítése. Ebben a lépcsőben alapvető jelentőségű az, hogy **ki az a személy, aki felismeri a problémák komolyságát, és egyáltalán van-e és milyen befolyása van a döntéshozatal során, hiszen a felismerés kezdeményezője meghatározhatja a turnaround stratégiájának természetét**. A *turnaround* folyamatát elindítójuk szándékai befolyásolják. Vajon különbséget tudunk tenni a kudarcnak, illetve az átmeneti hanyatlás jeleinek tekinthető problémák között?

## II. A „roham-program”

Ennek a lépcsőnek a célja: a **legfontosabb veszteségforrások felszámolása**, a fejlődés trendjének megfordítása. A következő **rövid távú intézkedéscsomagot** kell mérlegelnünk és végrehajtanunk:

◆ **A költségcsökkentés lehetőségeinek feltárása és kiaknázása.** (A termelés és a kapcsolódó logisztikai feladatok racionalizálása, az anyag- és energiapazarlás megszüntetése, az állandó és változó költségek csökkentése, termelékenység fokozása, létszámleépítés, a luxus, a szponzori, a szociális kiadások lefaragása.)

◆ **Bevételt generáló intézkedések.** (A meglévő rendelésállomány árbevétel vonzatát megbecsülni, a termékválaszték ésszerűsítése, a leépítendő, megszüntetendő tevékenységek és szolgáltatások pótlólagos előállítási-értékesítési lehetőségeit megvizsgálni, kiárusítás, a felesleges eszközök és raktáron maradt készletek értékesítése, az egyéb bevételek között számításba vehetők a kapott bérleti díjak, az osztalékvárakozások és a különböző pénzügyi befektetésekből származó részesedések.)

◆ **A pénzügyek területén** az adósság átütemezése, kamatainak újratárgyalása, új tőke bevonása, szakmai befektetők keresése, rövid távú átmeneti hitelkérelem, esetleges megállapodás a fizetések megszüntetéséről.

◆ **A személyi és szervezeti változtatás megkezdése.** (A vezető pozícióban levő személyek felülvizsgálata, új *crew* képzése, alkalmazkodni a szervezeti struktúra és folyamatok átalakításával, új vezetési 'ritmus' bevezetése, a motiváltság növelése és a bizalom (vissza)szerezése az összes külső és belső célcsoportnál.) Itt a problémát a vállalati vezetés képezi. Az eddigi vezetés felváltása többnyire nagy bizonytalanságot hoz a meglévő személyzetben. Fontos az, hogy az új felelős vezetés a meglévő 'maradék emberekkel' együtt kidolgozza a fent említett problémakatalógust és azonnal 'fordítsák át' tevékenységbe. Ebben a fázisban **gyorsan, konzekvensen és célirányosan kell vezetni**, s nemsokára a siker is jelentkezni fog. Rövid távú célként minden erőt mozgósítani kell a fennmaradás, a túlélés biztosítása érdekében. (Ez a vállalati gazdálkodásban defenzív viselkedést jelent.) Ez a **II.** szakasz kb. egy év alatt lezajlik, amelyhez csatlakozik a **III.** lépcső, amint a fejlődés trendje megfordult.

## III. Az átstrukturálás (a *retrofit* lépcső)

Ennek a lépcsőnek a célja: az új stratégia alapjának a megteremtése, a reorganizációs projektek megvalósítása. Ebből következik az, hogy az eddigi defenzív magatartás helyébe az

offenzívabb magatartás és szemlélet kerül. Egy **új közép távú orientáció** áll az előtérben. A súlyponti programok az alábbiak:

- A pénzügyi mérleg konszolidálása felesleges befektetések felszámolása útján, valamint új eszközökkel és tőkealapokkal. A működéshez nem szükséges (taktikai) tőke kivonás foganatosítása.
- Az átszervezés végrehajtása.
- Újra meghatározni a vezetési és információs rendszereket. Költség-nyereség transzparencia megvalósítása. Új szereposztás a személyi állományban.
- A termelési program és a vevőkör átfésülése.
- A munkatársak motivációjának javítása a célkitűzések és a vállalati kultúra széleskörű terjesztése útján. Ehhez szükséges az új menedzsment példamutató magatartása és cselekvése ('példakép'), a vállalati célok széleskörű kommunikációja és párbeszéd az alkalmazottakkal.
- Az üzleti partnerekkel szisztematikus 'goodwill-ápolás' (PR-program).

A szerkezetátalakítás kb. 1-3 évet vesz igénybe. A szűkebb értelemben vett zavarelhárító program be is fejeződött, viszont hiba lenne az átstrukturálást itt befejezni, mivel a **III.** szakasz végén teremtnék meg az új stratégiai pozíciók kifejlesztésének és megvalósításának feltételei; a múlttal szerencsésen megbirkózott a vállalat.

#### IV. Az új stratégiai pozíciók kialakítása

Ennek a lépcsőnek a célja: a vállalati aktivitás folyamatos növelése, új sikerpotenciálok kiépítése. Ehhez a stratégiai sikerfaktorokat újra kell formulálni, amelynek alapja a **vállalat-környezet-piaci elemzés**. Látható sikerekkel nemcsak elnyerni, hanem meg is kell tartani a munkatársak, a vevők, a szállítók és a bankok bizalmát. A stratégiai elemzés (stratégiai üzleti egységek meghatározása, egyes sikertényezők, fejlődési trendek alakulása, termékpozicionálás) után az **új stratégia megfogalmazásához** több kérdésben kell döntést hozni: a meglévő és az új piacokon kialakítandó pozíciók (kinek, mit, hogyan kívánunk értékesíteni); technológiai pozíciók; gyártani vagy vásárolni (*make-or-buy*); vállalati felvásárlások, fúziók, kooperációk; értékesítési csatornák és formák; innovációk, új termékek és termelő berendezések; üzleti egységenként finanszírozási és beruházási lehetőségek feltárása.

Többnyire évek telnek el, míg az új stratégiai sikerpozíció valódi versenyelőnyt biztosít. Ezzel lezárul a cég stabilizálásának ez a lépcsője is.

A válság leküzdését célszerű a II.-III.-IV. lépcsőben az **5-7. táblázatban** közölt fázis alapján megvalósítani: **elemzés – koncepció alkotás – megvalósítás – ellenőrzés**. Az egyes lépcsőkben minden fázisnak konkrét tartalma van, amit szintén az **5-7. táblázatban** olvashatunk.

**5-7. táblázat: A turnaround tevékenység mátrixa**

Fokozat / Feladat	“Roham-program”	Átstrukturálás	Új stratégiai pozíciók kialakítása
<b>Elemzés</b>	Durva elemzés	Részletes elemzés	<b>Stratégiai elemzés</b>
<b>Koncepció</b>	Azonnali intézkedések csomagja	Reorganizációs koncepció	<b>Vállalati stratégia</b>
<b>Megvalósítás</b>	Cselekvési tervek	Projekt tervek	<b>Tervezés és költségvetés</b>
<b>Ellenőrzés</b>	<b>Eljárás ellenőrzés</b>	<b>Projekt ellenőrzés</b>	<b>Kontrolling</b>

Forrás: Katits, 2010.

A **II. lépcsőben** az **azonnali intézkedéseknek** (koncepció) javítaniuk kell a jövedelmezőséget és erősíteni kell a pénzügyi helyzetet. Az azonnal intézkedések alapját a kiméltlen

**durva/gyors elemzés** (*quick check*) képezheti. Ennek eredményeképpen programkatalógust készíthetünk, amelyből levezethetjük azokat az azonnali intézkedéseket, amelyeket **cselekvési tervek** keretében valósíthatunk meg. Amint a trend megfordul, a következő lépcsőben már a **reorganizációs koncepció** alapját egy **részletes, több funkcióra kiterjedő elemzés** képezheti. Ennek végrehajtása a **reorganizációs projekt tervek** alapján történik, amelynek ellenőrzésével a **projekt team**-et bízhatjuk meg. A IV. lépcsőben a **vállalat stratégiája a stratégiai elemzésen** alapul, amely a **költségvetés** készítésben realizálódik, amelyhez a **kontrolling nemcsak ellenőrzés, hanem az információ ellátás és a jövőbeni tervezés céljából is szükséges**.

A II. lépcsőben a kíméletlenül durva elemzés, a válságmenedzsment világos feladat meghatározása és átfogó kompetenciájának biztosítása lefedi az említett 4 fázis tartalmát. A vállalati válságnak változatos megjelenési formái vannak és a legkülönbözőbb okokra vezethető vissza. Itt egy valamit ki kell emelnünk! A válságot csak akkor győzhetjük le, ha a vezetés kíméletlenül felfedi egy átfogó és precíz elemzés keretében a válság okait és egyúttal gyors döntésre is képes. Röviden: egy professzionális válságmenedzsment a helyes úton vezet és konzekvensen megvalósít. Az azonnali intézkedési csomag célja az, hogy a legfontosabb veszteségforrásokat legyőzzük és megerősítsük a pénzügyi bázist. Egy zavaros helyzetben a helyes jelzést és irányt nehéz felismerni. A II. lépcsőben defenzív módon cselekszünk, de a III. lépcsőben már offenzív módon menetelünk! A válságmenedzsment, lényegét tekintve, először is defenzív. Előtérben állnak a rövid távú racionalizáló és megtakarító intézkedési csomagok. Ezekkel párhuzamosan ugyanolyan fontos egy új vállalati stratégia keretében offenzív lépéseket bevezetni és végrehajtani. A kevésbé látványos offenzív intézkedések is nagymértékben motiválhatják a személyzetet. A racionalizáló/reorganizációs projekteknek vagy az új piacok megdolgozásának vannak stimuláló hatásai, már csak azért is, mert a bajokkal küszködő vállalat tovább él.

A *turnaround* tevékenységek tartalma és következetes irányítotttsága döntő mértékben kihat arra, hogy a problémák megoldásával csak a túlélés biztosítása volt a cél, vagy pedig a társaság növekedési pályára lép. A nehézség abban áll, hogy ha ezek a tevékenységek és folyamatok nem kapcsolódnak össze stratégiai horderejű megújulási programokkal, akkor ugyan a cég időt nyert, viszont nincs garancia a távlatilag hatékony működésre, és nem spórolható meg a reorganizáció sem. Nem maradhatnak el a felesleges kapacitások tudatos leépítésére vonatkozó döntések, és ki kell dolgozni a redukált kapacitások gazdaságos működtetésének alternatíváit is. Vannak olyan súlyos válsághelyzetek, amikor a *turnaround* végrehajtásával a – válság elszigetelésével megkezdődött – polarizálódás a vállalatban nem szűnik meg, és általános válságkezelés szükséges.

#### 5.6.2.7. A szerkezetátalakítási potenciál feltárásának fontossága

Az említett válságszakaszok problémáinak megoldásához a **piac(ok)on újra pozicionálás és szervezeti-működési átstrukturálás** szükséges (Blatz – Kraus – Haghani, 2006, 46). Itt azt javaslom, hogy a **vállalati átstrukturálási lehetőségek feltárásánál** különböztessük meg a következő **2 szintet** a Porter-féle értéklánc logikájához (2008, 73-77) hasonlóan, de kicsit módosítva:

##### 1. Alapvető funkciók

**K+F** – világos fókuszálás piaci szegmensekre;

**beszerzés** – szállítói portfólió felülvizsgálatával;

**termelés/szolgáltatás** – működési költségek racionalizálásával, minőség és termelési rugalmasság javításával;

**marketing és elosztás** – a költségoptimalizálás mellett az értékesítés javításával/fokozásával **operatív és stratégiai szintű változtatásainak feltárása és erős kontroll mellett történő végrehajtása.**



## 2. Keresztmetszeti funkciók (amelyek szinte átszövik az alapvető funkciókat)

**személyügy** – reaktív módon, likviditásjavító intézkedésekkel;

**igazgatás** – egyéb ráfordítások csökkentése a munkahelyek és eszközök optimális kihasználásával;

**pénzügyek és kontrolling** – belső finanszírozási tartalékok keresése átfogó forgótőke menedzseléssel, tőkekivonási döntéssel, turnaround kontrolling kiépítésével

**operatív és stratégiai szintű változtatásainak feltárása és erős kontroll mellett történő végrehajtása.**

A vállalkozások saját növekedési lehetőségeiket nem képesek/nem tudják kimeríteni (például az értékesítési piacok telítődése, a szakmai hozzáértő munkaerő szűkössége, a kapacitáskorlátok, az átlag alatti termelékenység, a szűkös tőkeforrás, stb. miatt). A **belső finanszírozás határai a vállalkozások képességeiben rejlenek**, vagyis vajon **elegendő pénzáramot generálnak-e** az üzletmenet során, és vajon biztosítani képesek-e az előzetesen kalkulált **tőke- és a pénzigényt**<sup>19</sup>. Ez átvezet a vállalkozásunk **belső finanszírozási kapacitásának a felméréséhez**, amelyről a 3.8.1. fejezetben volt szó.

### 5.6.3. A kríziskezelés

A sikertelen *turnaround* menedzselési szakasz után a vállalat csődhelyzetbe kerül. Ekkor az alábbi kríziskezelő technikák közül választhatunk:

- A cég fennmarad: csődön kívüli egyezség (hitel prolongáció és -transzformáció, valamint -szubsztitúció, pénzügyi feltételekhez kötött állami tőkejuttatás) vagy csődeljárás keretében;
- A cég megszűnik felszámolási eljárás keretében;
- Felvásárlás és fúzió (összeolvadás, beolvadás): profil megmarad vagy megszüntetik.
- Szétválás (kiválás, különválás).

Itt mindenképpen megjegyzem azt, hogy csődeljárás alatt és fenyegető büntetőjogi intézkedés esetén nem hajthatunk végre társasági átalakulást.

Gazdaságunkban 1992. január elsejétől kezdve történik, törvényes keretek között, a piaci szereplők megegyezésével a még életképes gazdálkodó szervezetek talpra állítása, ha pedig ez nem lehetséges, akkor felszámolás útján való megszüntetése. Tehát a végeredmény vagy a cég fennmaradása (*going concern*), vagy a cég jogutód nélküli megszűnése (Ross – Westerfield 1988, 340). A különböző lehetőségeket a saját szerkesztésű **5-8. ábra** mutatja.

Vizsgáljuk meg először a cég tovább létezésének eseteit!

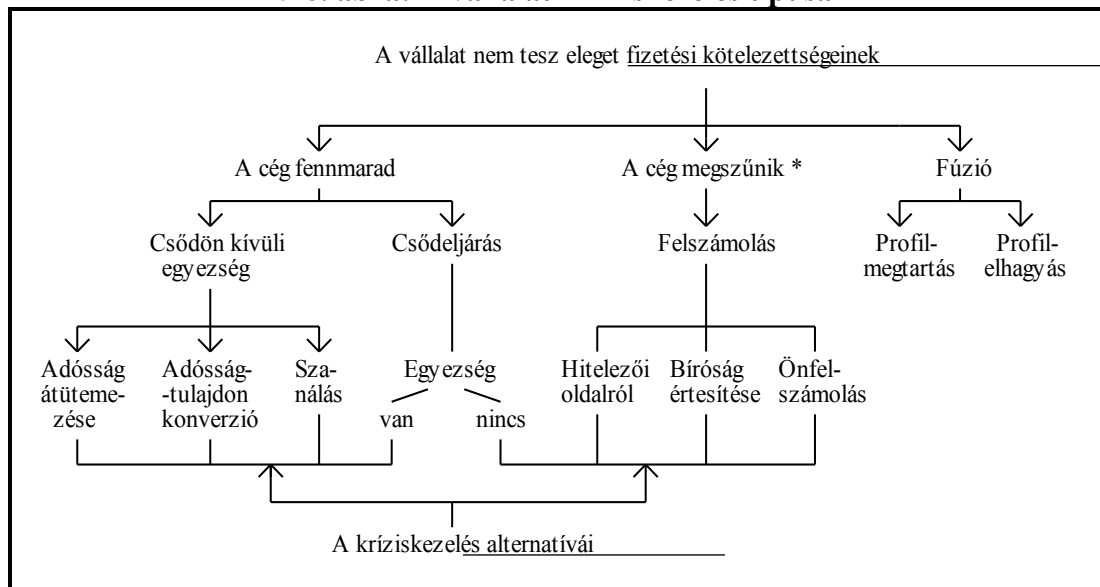
A **csődön kívüli egyezség** (gyakran kényszeregyezség) egy „puhább” válságkezelő módszer. A pénzügyi gondok megoldásának egyik útja az **adósság** egy részének vagy egészének **átütemezése**. Az adós ezt a kérését azzal indokolja, hogy ha tartozását átütemezi, akkor az ún. helyzetátfordítási (kilábalási) program korábban, gyorsabban és olcsóbban lezajlik. „...Ha úgy látszik, hogy a keletkező jövedelem nem képes fedezni az adósságszolgálatot, szükségessé válik a vállalat egész stratégiájának és felépítésének újragondolása...A túlzott eladósodástól való félelem mozgatórugója lehet...az energiák koncentrációja az ún. fő üzletre..., ami nélkül nem kerülne sor a teljesen meg nem alapozott befektetések elvetésére, a költségek minden területen való alapos lefaragására....Az újfajta ösztönzés .... nyomán megkezdett költségcsökkentés erőteljes és azonnali hatású a cég profitjára.” (Karsai 1991, 880) Itt meg kell említeni egy veszélyt. Ha a vállalat menedzserei nem tesznek jövőépítő lépéseket, akkor anélkül zilálják szét

---

<sup>19</sup> A **tőkeigény** az a nagyság, amely a vállalati folyamatok végrehajtásához szükséges és a tőkefelszabadításból származó bevételek és a tőkelekötésből eredő kiadások különbsége (adott időpontra és időtartamra vonatkoztatva). A **pénzigény** egy adott időpontra vonatkoztatott kiadások fedezéséhez szükséges bevételek nagysága, amely a fizetőképesség megőrzéséhez szükséges.

a vállalati kilábalás feltételeit, hogy a hitelezői követeléseket kielégítenék és az osztalékfizetés reménye teljesülne.

**5-8. ábra: A vállalati kríziskezelés típusai**



\* Eltekintünk a végelszámolástól. Igaz ugyan, hogy a végelszámolás is jogutód nélküli megszűnést takar, viszont a társaság a hitelezői igényeknek eleget tud tenni, ezért nem lehet alternatíva válságkezelésnél.

Az adós megállapodhat hitelezőivel úgy, hogy az ingatlan értékesítés bekövetkeztéig a hitelező jelzálogjogot létesít. Csakhogy az időközben esetleg meggyengült piacon kell elérvereztetni az ingatlant és nemigen akad vásárló. Mi történik akkor, ha a sorozatban kiírt árverések sikertelenek? – A hitelező átveheti az általa nyújtott hitel fedezetéül a jelzáloggal terhelt ingatlant. Ezzel a probléma egyáltalán nem oldódott meg, mivel a hitelező a pénzét akarja visszakapni, és nem ingatlant akar szerezni. Ekkor maga a hitelező próbálja meg az ingatlant értékesíteni és az ingatlanban levő vállalkozást életben tartani, mivel egy működő tulajdon jobban értékesíthető. Mi a biztosítéka, hogy a hitelező az értékesítésig jól fogja működtetni a megszerzett tulajdont? Mit tehet a hitelező? – **Hitelezői szerepét átváltja tulajdonosi szerepre**, követelését tulajdonosi jogot biztosító részvényre cseréli. A hitelező kizárólagos tulajdonosi szerepet akkor játszik, ha minden korábbi hitelt részvényre vált ezután pedig nem nyújt semmiféle hitelt. A hitelező részvénypakettje automatikusan gyarapszik a vállalati saját részvények rovására. Az adós gazdálkodó szervezet alaptökéjéhez viszonyított jelentős összegű hitelezői követelések jogosultjai részvényhez jutásával az eredeti tulajdonosi tábor saját tőkéje után élvezett jogai csorbulnak, ami a cég ismételt tőzsdei bevezetésekor vagy éppen csődbejutásakor válik különösen fontossá. A kishitelezők nem gondolkodnak a részvényesi-tulajdonosi pozíción a követelések jellege vagy összecszerúsége miatt.

Tartózkodással vesszük számításba a **szanálást**, mint a válságkezelés egyik változatát, mivel gazdaságunkban ez a tevékenység kissé pejoratív tartalmú. Korábban a "magyar" szanálás olyan állami támogatást jelentett, amely nem átmeneti védelmet biztosított, hanem tartós, feltételekhez nem kötött stabilitást. A szanálás nem kapcsolódott össze alkalmazkodási programokkal, az alacsony hatékonyságot okozó tényezők felszámolásával. (A szanálási koncepció készítésének és megvalósításának menetéről a német szakirodalomban sokat olvashatunk, itt kiemejük Klein 2008, Grape 2006, Thierhoff – Müller 2015 és Schellberg 2016 munkáit). Holott a szanálás valójában a **vállalat csődjének elhárítására irányuló intézkedések összessége**. Olyan intézkedések, melyekkel a cég jövedelmezősége fokozatosan

visszafordítható negatívba pozitívba. Sürgössé vált válságkezelés biztosít alapot a tartós felépüléshez (Rütschi 1989, 54). A vállalatot nem érdemes szanálni akkor, ha nem segíthető újra jövedelmezőséghez vagy az eredetileg létezett jövedelmezőség nem állítható helyre. Ez esetben a csőd vagy a felszámolás előnyt élvez a lassú agóniával szemben.

A vállalat csődben levőnek tekinthető közgazdaságilag akkor, ha **eszközeinek értéke megegyezik a hitelezői tőke értékével**. Ebben a szituációban a részvénytőke értéke zéró, s a részvényesek a vállalat feletti ellenőrzést kénytelenek átadni a hitelezőknek (hiszen csődegyezés akkor köthető, ha ahhoz a hitelezők hozzájárulnak). Ideális esetben a hitelezők olyan értékű eszközt birtokolnak, amilyen mértékben a vállalat tartozik nekik. A tulajdon e transzferének nincsen költsége, s a hitelnyújtók nem veszítenek semmit. A valóságban a csőd nem ilyen ideális állapot. Csődbe jutni is költséggel jár, amely a hitelezői igények kielégítésére fordított pénz- és vagyonalapot szűkíti, s a hitelezői követeléseket nem lehet teljes mértékben kielégíteni. Az **5-9. ábra** a csőd költségek csoportosítását szemlélteti példákkal együtt (kiegészítve Brealey – Myers 1984, 390-400).

**5-9. ábra: A vállalati csőd költségei típusai**

<b>C s ő d k ö l t s é g e k</b>	
↙ ↘	
<b>Közvetlen csőd költség</b>	<b>Közvetett csőd költség</b>
A válságteam felállítása és fenntartása.	Értékes alkalmazottak eltávoznak.
A kirendelt vagyongazdálkodó díjazása és igazolt költségei.	Arbevételi veszteség a kiszállítási biztonság meggyengülése következtében.
A csőd bejelentésének, közzétételének és nyilvánosságra hozatalának költségei.	A hitelezők közötti konfliktusok elkerülése (például a kis beszállítók teljes körű kielégítését a nagy beszállító cégek nehezményezik).
A vagyongazdálkodás költségei.	Bizalomvesztés a vállalattal szemben, csökkenő hitelképesség.
A bírósági eljárási díjai.	A potenciálisan ígéretes programok elejtése a pénz megóvása miatt.
	A vagyongazdálkodó hibás döntéseinek következményei.
↓	↓
<b>Jogi és adminisztrációs költség</b>	<b>Opportunity cost</b>

*Forrás:* Katits, 2010.

A csődeljárás költségessége vállalatonként változó. Ez döntően a vállalati vagyontárgyak jellegének és összetételének függvénye. A csőd ráfordításait különösen befolyásolja az, mennyire könnyű az eszközök tulajdonának transzferálása. Például, ha a vállalat főleg olyan **materiális javakkal** rendelkezik, amelyek **jelentősebb értékvesztés nélkül eladhatók**, akkor a **csőd költségek alacsonyabb szinten** tarthatók, ellentétben azzal az esettel, amikor a vállalat többnyire immateriális vagyontárgyakkal rendelkezik, hiszen az ilyen eszközök nem egykönnyen adhatók el (Brealey – Myers 1984, 653-655).

A pénzügyi lehetetlenség problémái és költségei különösen súlyosak akkor, amikor **a hitelezők és a részvényesek külön csoportot alkotnak**. A csődbejutásig a vállalatot a részvényesek irányítják és ellenőrzik. Ők nyilvánvalóan saját érdekében tesznek lépéseket. Mivel a részvényesek csőd esetén kiiktathatók abban az értelemben, hogy nem veszhetnek és nem is igényelhetnek többet eredeti befektetésüknél, erős érdekük fűződik a csődhelyzet elkerüléséhez. Ellenben a hitelezők a vállalati eszközök értékének megőrzésében érdekeltek, s emiatt az ellenőrzés megszerzésére törekcszenek a részvényesek ellenében. Fokozott érdekük fűződik a csődhöz saját érdekeik erősítésére, s visszatartani a részvényeseket a vállalati

eszközök további "kiszivattyúzásától, átmenekítésétől". A bíróságot kikerülve próbálják érvényesíteni a követelésüket a csődegyezségi program (kilábalási terv) realizálásával. Ennek a küzdelemnek az eredője egy hosszadalmas, potenciálisan költséges jellegű, kétesélyes jogi harc a hitelezők és a részvényesek között. Ez alatt a vállalat eszközei veszítenek értékükből, mivel a vállalat vezetői a csődegyezés megkötésére koncentrálnak, kevésbé egy perspektivikus felemelkedési program készítésére.

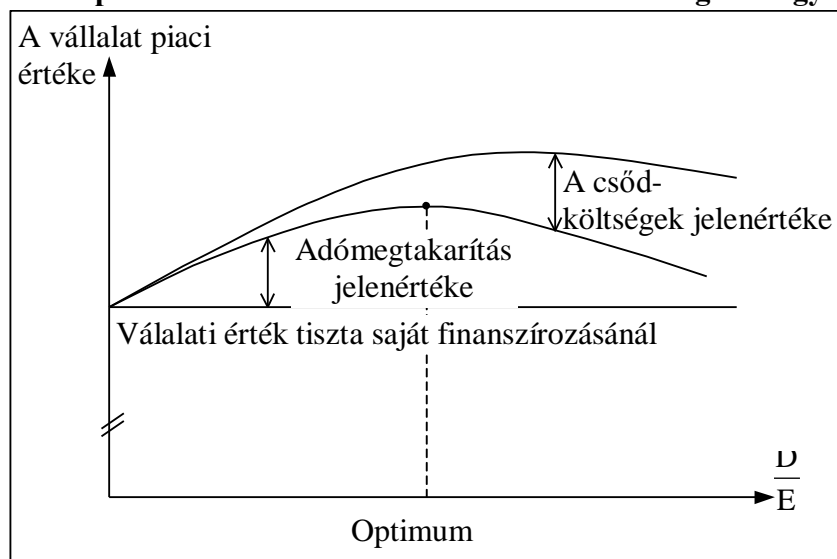
#### 5.7. Javaslatok a csődállapot (csődbejelentési kritérium) meghatározására

Ennek a munkának az írásakor **sem fogalmazza meg a hatályos Csődtörvény a fizetési képtelenség és/vagy az eladósodás – mint a vállalati csőd okának – explicit definícióját**, s ezáltal a csődeljárás megindítására sokszor túl későn, vagy egyáltalán nem kerül sor. A csődindíték (ok) minden vállalatnál független annak jogi formájától, s az a fizetési képtelenségtől és az eladósodástól függ. A fizetési képtelenség alatt az adós tartós tehetetlenségét értjük fennálló fizetési kötelezettségek teljesítésére. Az eladósodás fennáll akkor, ha a hosszú lejáratú kötelezettségeket a vagyoneérték már nem fedezi (ahol is a vagyoneértékelés problematikus és jogilag egyértelműen nem deklarált: reprodukciós vagy likvidációs értékről van-e szó).

Már Modigliani-Miller is nagy jelentőséget tulajdonított a vállalat *Debt/Equity* finanszírozási aránya és a csőd bekövetkezési valószínűsége között fennálló összefüggésnek. Modigliani – Miller érvelése szerint (1963, 433-443) a társasági adó fizetést tekintetbe véve a vállalat az idegen finanszírozásból származó adómegetakarítás elérése érdekében lehetőleg magas adósságarány elérésére törekszik. A szakirodalom korai felfogása (Robichek – Myers 1966, Baxter 1967) azt képviseli, hogy az adósságarány kiterjesztése a csődrizikó határaiba ütközik. Ennek a felfogásnak az eredeti tézise szerint a fokozódó adósságarányból származó adómegetakarítás csökken a csődkockázat ellentételező hatása révén és végül kiegyenlítődik. **Az optimális tőkestruktúra elérhető akkor, ha a marginális adómegetakarítás megegyezik a csődrizikó marginális veszteségével.** Grafikusan ábrázolva az **5-10. ábra** jeleníti meg (Myers 1984, 577).

**A csőd költségek fontos szerepet játszanak az optimális tőkestruktúra meghatározásakor**, mivel azok a vállalat piaci értékét csőd esetén csökkentik. Gazdaságilag szemlélve – csőd esetében – **a részvényesek szempontjából egy vételi opcióról van szó.** Az opció bázisára megfelel a vállalati kötelezettségek mértékének. **A részvényesek csőd esetében élnek opciós jogokkal, a hitelezők által átvett vállalat értéke a csőd költségekkel csökken. Bár a vállalat értékét csökkentik a csőd költségek miután a részvényesek gyakorolták opciós jogukat, végül is a csőd költségek a részvényeseket terhelik és nem a hitelezőket.** Ennek a ténynek a tudatában vannak a részvényesek, vagyis annak, hogy az esetleges csőd költségeket viselniük kell, és ennek megfelelően magas megtérülést követelnek. Egyrészt ez a megtérülési prémium annál magasabb, minél nagyobb a csőd bekövetkezési valószínűsége a hitelezők szemében. Másrészt pedig a csőd bekövetkezési valószínűsége annál nagyobb, minél magasabb az adósságarány. Az, hogy milyen mértékben befolyásolja a csődszituáció léte az idegen tőke felvételét, a várható csőd költségek nagyságától függ.

### 5-10. ábra: Az optimális vállalati tőkestruktúra a csőd-költségek<sup>20</sup> figyelembevételével



Forrás: Katits, 2010.

Warner (1977) 11 amerikai vasúti társaság csődesetének vizsgálatakor megállapította azt, hogy a csőd előtti 5 évben a csőd-költségek a piaci érték 1%-át tették ki. Úgy tűnik, hogy a csőd-költségek nem jelentősek a finanszírozási arányra vonatkozó döntés meghozatalakor. Más képet nyerünk akkor, ha a **közvetlen csőd-költségek** (vagyonfelügyelő díjazása, a vagyongazgatás költségei, bírósági eljárási díjak, válságteam felállítása és fenntartása) mellett a **közvetett csőd-költségekre** is tekintettel vagyunk. Ez utóbbiak olyan költségek, amelyek akkor keletkeznek, ha az üzleti tevékenység gyakorlása a csőd veszélye miatt akadályokba ütközik (például a megrendelők bizalmatlansága a cég fennmaradásában, csökkenő hitelképesség, a pótlólagos munkaerő beszerzéseknél kockázati prémiumot kell fizetni stb.). Empirikus vizsgálatok szerint a közvetett csőd-költségek jelentősége nagyobb, mint a közvetlen csőd-költségeké. A közvetett csőd-költségek viszont nem mérhetők hitelesen (Warner 1977, Baxter, 1967).

Csőd esetében először az azonnal jelentkező közvetlen csőd-költségeket kell kiegyenlíteni. A maradék tulajdonképpen a csődvagyon, amelyből olyan kötelezettségeket teljesen ki kell fizetni, mint például az elmaradt bérek és fizetések, valamint az adók és járulékok. A hitelezők követelését egyrészt a vagyontárgyakkal, másrészt pedig a vagyontárgyak értékesítésével lehet kielégíteni. Ezzel párhuzamosan az adósság elengedése is szóba jövő alternatíva.

A hatályos csődtörvényünk szerint a fizetéseképtelenség ténye az, amikor az adós tartozását (tartozásait) az esedékességkor nem tudja vagy előreláthatólag nem tudja kiegyenlíteni. Bár az előrelátható fizetési kötelezettség a fizetéseképtelenség felülvizsgálatát feltételezi, ugyanakkor megköveteli a vállalat megbízhatóságának megítélését is a végrehajtandó és időben behatárolt pénzügyi tervben a fennálló adósság esedékességi időpontjáig be kell vonni az előreláthatólag esedékes pénzbeáramlásokat és -kiáramlásokat. **Alapjában véve a szükséges információkkal csak a vállalat vezetése rendelkezik, ezért korlátozódik a csődjog belső megoldásra az adós "előrelátható fizetéseképtelensége" okán. Csupán az adós jogosult arra, hogy a csődegyezségi javaslatot, az ún. helyzetátfordítási tervet teljesítse.**

A csődállapot konstruálásánál tekintetbe kell venni egyrészt annak az **időpontnak** az ésszerű határát, amikor már veszélyben forog a tulajdonos(ok) igazgatási-rendelkezési jogának

<sup>20</sup> A 'csőd-költség' nem ideális fordítása az amerikai *bankruptcy costs*-nak vagy a *financial distress costs*-nak, mivel azt közvetlenül a csőd jogi fogalmával azonosíthatjuk.

elvéstése. Másrészt pedig figyelniük kell a 'csődbejelentési okok' kezelésére, ami egy **kritérium** felállítását feltételezi, mivel a hitelező felismeri azt, hogy a tulajdonos kiiktatható, s az ellenőrzési jog megszerezhető. Szükséges ezért leírni azt a tényállapotot, amikor is a hitelezői pozíció egyértelműen fenyegetett. A kérdés az, hogy vajon a vállalat életképes-e vagy sem. Ez azonban a csődállapot definiálásakor nem könnyen felismerhető relevancia.

#### ■ A csődállapot meghatározása számviteli értelemben

A vállalati csődállapot számviteli értelemben vett meghatározásának legegyszerűbb megközelítése szerint **szembeállítjuk a mérlegben szereplő eszközértéket (vagyonértéket) a kötelezettségek nagyságával**. Amennyiben a **kötelezettségek meghaladják a vagyonértéket, úgy csődhelyzetről van szó és közgazdasági értelemben vett eladósodásról** beszélünk. Tehát a vállalat piaci pozícióját elvileg nem fenyegeti veszély addig, amíg a  $V_t$  **vagyonértéket** nem haladja meg a  $D_t^*$  összes, **szerződés-konform hitelezői igény értéke**. Ebből eredően a csődbejelentési kritériumot az (5.1)-nek megfelelően definiáljuk:

$$V_t < D_t^* \quad (5.1)$$

Ennek szemléltetéséhez vegyük alapul a következő példát!

Az MNR Kft ügyvezetése 10 millió HUF hitel felvétele mellett dönt. Egy évre veszi fel 20%-os kamatrátát mellett. A cég visszafizeti a kamatot a hitellel együtt, egy összegben, egy év múlva. Az MNR Kft mérleg szerinti vagyonértékének alakulása 4 esetre (a) 0 (b) 2 (c) 10 (d) 15 millió HUF? Melyik esetben lesz csődhelyzetben?

<b>Eset</b>	<b>Vagyonérték <math>t_1</math>-ben</b>	<b>Kiadás (hitel + kamat) <math>t_1</math>-ben</b>
	(millió HUF)	
(a)	0	12
(b)	2,0	12
(c)	10,0	12
(d)	15,0	12

Mivel az (a) és a (b) esetben a vagyonérték nem éri el a hitelszerződésben megállapított kifizetést (hitel + kamat), ezért a kft. csődhelyzetben van. Ebben az esetben viszont nem vettük figyelembe a működésből származó várható bevétel nagyságát, ezért a következő lépésben – példa folytatásával – megvizsgáljuk azt, hogy vajon fedezi-e a várható bevétel a kötelezettségeket.

Mekkora adózás előtti nyereséget ér el az MNR Kft az alábbi öt esetben? Melyik esetben lesz likviditási nehézsége?

<b>Eset</b>	<b>Működésből származó bevétel <math>t_1</math>-ben</b>	<b>Kiadás (hitel + kamat) <math>t_1</math>-ben</b>
	(millió HUF)	
(1)	15,0	12
(2)	12,5	12
(3)	10,4	12
(4)	8,0	12
(5)	0	12

*Forrás: Katits, 2010.*

Mivel a (3)-(5) esetekben a bevétel nem éri el a hitelszerződésben megállapított kiadást (hitel + kamat), **nehézségek várhatók a fizetőképességgel kapcsolatban**. Tehát a csődhelyzetet a **bevételei források elapadása** jelenti. A fizetéseképtelenség (illikviditás) attól függ, hogy vajon elegendő-e a vállalkozás vagyona az esedékes adósság fedezésére. Folytassuk a kft. példáját! Az **5-8. táblázatban** látjuk azt, hogy az MNR Kft nincsen csődhelyzetben az előző lépésben számított veszteség ellenére – adott vagyoneérték függvényében.

**5-8. táblázat: Csődhelyzet a vállalati vagyon alakulása függvényében (millió HUF)**

Eset	Bevétellel nem fedezett adósság	Vállalati vagyon			
		(a) 0	(b) 2	(c) 10	(d) 15
(3)	-1,6	fiz. képtelen	-	-	-
(4)	-4,0	fiz. képtelen	fiz. képtelen	-	-
(5)	-12,0	fiz. képtelen	fiz. képtelen	fiz. képtelen	-

*Forrás: Katits, 2010.*

Minden olyan esetben, amikor fennáll a **fizetéseképtelenség** esete, a **vállalkozás csődbe jut**. Az eladósodást tekintve – a fizetéseképtelenséghez képest – azonban nem annyira kedvezőtlen a helyzet, mivel a hitelező számára az **5-9. táblázatban** közölt **csődkvóták** adódnak.

**5-9. táblázat: A csődkvóta alakulása**

Eset	Csődkvóta = $\frac{\text{Adósság fedezett része}}{\text{Összes adósság}} \times 100$			
	(a) 0	(b) 2	(c) 10	(d) 15
	millió HUF vállalati vagyon mellett			
(3)	86,67%	-	-	-
(4)	66,67%	83,33%	-	-
(5)	0%	16,67%	83,33%	-

*Forrás: Katits, 2010.*

Még mindig maradunk az MNR Kft eseténél!

Az MNR Kft ügyvezetése két, egyenként 10 millió HUF kezdeti beruházási kiadást igénylő projektet mérlegel.

1. Mekkora nyereség vagy veszteség érhető el együttesen a két projektből az (1)-(5) esetekben akkor, ha az 1. projektet saját forrással, a 2. projektet egyéves lejáratú, 20%-os kamatozású hitellel (projektfinanszírozással) valósítják meg? Mekkora a **ROE (Return on Equity)**, vagyis az eredmény és a saját tőke arány?

2. Mekkora vagyonnal rendelkezik a cég a hitel törlesztése és a kamatkiegyenlítés után? Milyen összefüggés áll fenn az összes nyereség vagy veszteség és a vagyon között? Melyik eset vezet csődhöz? Ne felejtjük el azt, hogy a társaság tagjainak magánvagyonra nem áll a cég rendelkezésére, mivel korlátolt felelősségű vállalkozásról van szó!

Válaszoljunk az 1. kérdésre! A számításokat az **5-10. táblázat** tartalmazza.

**5-10. táblázat: A ROE alakulása**

Eset	Saját finanszírozású projekt			Idegen finanszírozású projekt			Összesen (millió HUF)	ROE (%)
	$t_1$ -ben (millió HUF)			$t_1$ -ben (millió HUF)				
	Bevétel	Kiadás	Eredmény	Bevétel	Kiadás	Eredmény		
(1)	15,0	10	5,0	15,0	12	3,0	8,0	80

(2)	12,5	10	2,5	12,5	12	0,5	3,0	30
(3)	11,4	10	1,4	11,4	12	-0,6	0,8	8
(4)	8,0	10	-2,0	8,0	12	-4,0	-6,0	-60
(5)	0	10	-10,0	0	12	-12,0	-22,0	-220

Forrás: Katits, 2010.

Tehát csak az (1)-(3) esetekben térül meg a tulajdonosok tőkéje – de nem teljes mértékben. Ezek után válaszolni tudunk a 2. kérdésre. A cég vagyontát a két projektből származó bevételek összege jelenti, levonva ebből a hitel törlesztését és a kamatfizetést. Az **5-11. táblázat** mutatja a vagyon alakulását.

**5-11. táblázat: A vagyon alakulása (millió HUF)**

Eset	Bevétel	Kifizetés a hitelezőnek	Vagyon
(1)	30,0	12,0	18,0
(2)	25,0	12,0	13,0
(3)	22,8	12,0	10,8
(4)	16,0	12,0	4,0
(5)	0	12,0	-12,0

Forrás: Katits, 2010.

A nyereség nagyságát az mutatja meg, hogy mennyivel emelkedik a 10 millió HUF nagyságú kezdőtőke. Ezzel szemben a veszteséget a saját tőke fogyása jelenti. 8 millió HUF nyereségnél és 10 millió HUF kezdőtőkénél a vagyon 18 millió HUF nagyságra emelkedik, miközben 6 millió HUF veszteségnél a vagyon már csak 4 millió HUF nagyságot tesz ki. 22 millió HUF veszteségnél az adósság is fedezetlen, ami fizetéseképtelenséghez vezet.

Milyen kilátások fogalmazhatók meg a mérleg alapján a (4) és (5) esetben hiteltörlesztés után? A cégnek csődöt kell jelenteni akkor, ha a 12 millió HUF adósságra fizetési haladékot kap? A kérdésekre adott válaszunkat az **5-12. táblázat** összeállítását után tesszük meg.

**5-12. táblázat: A mérlegtételek alakulása (millió HUF)**

Eszközök (4) eset		Források (4) eset	
Pénzeszközök	4,0	Saját tőke	10,0
		Veszteség	6,0
<b>Összesen</b>	<b>4,0</b>	<b>Összesen</b>	<b>4,0</b>
Eszközök (5) eset		Források (5) eset	
Veszteség	22,0	Saját tőke	10,0
		Adósság	12,0
<b>Összesen</b>	<b>22,0</b>	<b>Összesen</b>	<b>22,0</b>

Forrás: Katits, 2010.

Az (5) esetben a cégnek a fizetéseképtelenség miatt csődöt kell jelenteni akkor, ha nem kap fizetési haladékot. Amennyiben a cég a 12 millió HUF adósságra fizetési haladékot kap, úgy nem kell csődöt jelenteni a fizetéseképtelenség miatt – az **eladósodás** miatt viszont igen! 10 millió HUF saját tőkére 12 millió HUF kötelezettség jut. Látjuk azt, hogy a legkedvezőtlenebb (5) esetben a *ROE* -220%-os. Ez pedig azt jelenti, hogy 10 millió HUF saját tőkére 22 millió HUF veszteség jut. Mivel ebből a veszteségből 10 millió HUF nagyságot a saját tőke fedez, megmarad 12 millió HUF hitelező igény. Legalább ekkora cégvagyonnak kell lenni annak érdekében, hogy a cég a fizetéseképtelenséget elkerülje.



Eddigi számításainkból arra következtetünk, hogy az (5.1) kritériumot felül kell vizsgálnunk. Ez csőd kiváltó jelzésnek túl késő! Éppen ezért olyan kritériumot kellene keresni, ami hamarabb jelzi a csőd fenyegető állapotát!

Ne feledkezzünk meg arról, hogy

- a hitelezők ragaszkodnak az **időben függő igényeikhez**, amelyek a hitel megállapodásokban precízen meghatározásra kerültek;
- a hitelezők az **állapot független**, vagyis **feltétlen igényeiket fenntartják**, amelyek a hitelszerződésben rögzítve szerepelnek.

### ■ A csődállapot definiálása pénzáram szemléletben

Ha a vállalati csődállapotot vagy csődbejelentési kritériumot pénzáram szemléletben szeretnénk meghatározni, akkor a – számviteli értelemben használt – ”működésből származó bevétel” kifejezés helyett a ”pénzbeáramlás” kifejezést és a ”kiadás vagy kifizetés” helyett a ”pénzkiáramlás” kifejezést használjuk.

Ebena szemléletben és felfogásban a csőd kiváltó, azaz **csődbejelentési kritériumot nem a vállalati érték és nem az összes hitelezői igények értéke, hanem minden egyes hitelezői pozíció igényének  $(D_t^j)$  és szerződés-konform elvárásának  $(D_t^{*j})$  egybevetése határozza meg**. Amennyiben minden egyes – biztosított és nem biztosított – hitelező csoport esetében fennáll

$$D_t^j < D_t^{*j} \quad (5.2.)$$

reláció, vagyis nem sikerül az összes hitelezői csoport szerződés szerinti elvárását teljesíteni a pénzbeáramlásból. Az (5.2) relációt a csődbejelentési állapot esetén ”anticipált fizetéseképtelenségnek” nevezzük: a jövőbeni többlet pénzáram nem fedezi a jövőbeni szerződés-konform – összeg és időpont szerinti – elvárásokat.

Nézzük meg az említett problémát a GYÁRTÓ társaság példáján és keressünk egy olyan kritériumot, amivel a csődbejelentés előre jelezhető! Folyó év 10. 31. napján a társaság felmérte összes tartozását hitelezői csoportonként és felállított előzetesen egy kalkulációt e tartozások mérséklésére, elengedésére. Mindezt mutatják – hitelezői csoportonként – az **5-13.** és az **5-14. táblázatok**. Ezen kívül a működésben tartáshoz szükséges 1 350 millió HUF.

**5-13. táblázat: Az állammal szembeni tartozások nagysága (millió HUF)**

Megnevezés	Mérlegben levő 10. 31-i tartozások
NAV	110,0
Helyi adók	3,0
<b>Összesen</b>	<b>113,0</b>

*Forrás: Saját szerkesztés*

**5-14. táblázat: A szállítókkal szembeni tartozások nagysága (millió HUF)**

Megnevezés	Mérlegben levő 10. 31-i tartozások
Tőketartozás	72,0
Késedelmi kamat	10,0
<b>Összesen</b>	<b>82,0</b>

*Forrás: Saját szerkesztés*

A tartozások rendezésénél figyelembe vesszük a vevői követelésekből várható 146 millió HUF nagyságot.

**A bankokkal szembeni tartozások nagysága 10. 31-én (millió HUF):**

Tőketartozás: 202,3      Kamattartozás: 17,2  
**Összesen: 219,5**

Tehát a működési kiadások és a mérleg szerinti összes tartozás az alábbi (millió HUF):

Kiadások	1 350,00
Szállítói tartozás	82,00
Állami tartozás	113,00
<u>Hiteltartozás</u>	<u>219,50</u>
<b>Összesen</b>	<b>1 764,50</b>

Ezzel szembe állíthatjuk a **fedezet-biztosítékok** nagyságát (millió HUF):

Tárgyi eszköz nettó értéke	232,89
<u>Ingóságok</u>	<u>794,00</u>
<b>Összesen:</b>	<b>1 026,89</b>

A készletek mobilizálhatóságából származó lehetséges pénzbeáramlás nagyságát az **5-15. táblázatban** közöljük.

**5-15. táblázat: A készletek értéke 10. 31-én (millió HUF)**

Megnevezés	Készletek értéke
<b>Saját termelésű készletek</b>	
Félkész és befejezetlen	<b>122,0</b>
Késztermék	<b>296,0</b>
<b>Vásárolt készletek</b>	
Készletérték	275,80
ebből: felhasználás a termeléshez (anyagbeépülés)	-47,28
pénzzé nem tehető készletek (selejt) és leértékelési veszteség	<u>-31,52</u>
	<b>197,0</b>

*Forrás:* Saját szerkesztés

Tehát a számviteli elszámolások alapján a cég

**összes tartozása 1 764,5 millió HUF > az összes eszközérték 1 641,89 millió HUF, ezért csődben van.**

Nézzük meg egyenként a hitelezői csoportok igényét és fedezetének forrását!

Az **5-16.** és az **5-17. táblázat** mutatja két hitelezői csoporttal – állammal és szállítókkal – szembeni tartozások rendezésének egyenlegét, amit az **5-13.** és az **5-14. táblázat** adataiból számoltunk.

**5-16. táblázat: Az állammal szembeni tartozások rendezésének egyenlege (millió HUF)**

10. 31-i tartozások	Összevetés
NAV: 110	Tárgyi eszköz nettó értéke 232,89
Helyi adók: 3	Ingóságok 794,00
<b>Összesen: <u>113</u></b>	<b><u>1 026,89</u></b>
<b>Fedezeti többlet: 913,89</b>	

*Forrás:* Saját szerkesztés

**5-17. táblázat: A szállítókkal szembeni tartozások egyenlege (millió HUF)**

10. 31-i tartozások	Összevetés
Tőketartozás: 72,0	Vevői követelések 146,0
Késedelmi kamat: 10,0	
<b>Összesen: <u>82</u></b>	<b><u>146</u></b>
<b>Fedezeti többlet: 64</b>	

*Forrás:* Saját szerkesztés

**Szállítói tartozások fedezete** (millió HUF):Vevőktől várható bevétel:  $146 - 82 = 64$ **Saját termelésű készletekből várható árbevétel** (millió HUF):

Önköltségen: 609

Kompenzációs áron: 584

Napi eladási áron: 418

Vásárolt készletekből várható árbevétel: 197

**Összes készlet értékesítéséből várható bevétel** (millió HUF):

Önköltségen: 806

Kompenzációs áron: 781

**Napi eladási áron: 615**

Láttuk a bankkal szembeni tartozások nagyságát, s ezt szembeállítjuk a lehetséges pénzbeáramlásokkal (fedezetekkel) az **5-18. táblázatban**. A rendezésnél a **legpesszimistább várható pénzbeáramlást** tekintettük fedezetnek, vagyis ha azonnal kell értékesíteni napi áron a készleteket, akkor összesen 615 millió HUF összeggel kalkulálhatunk.

**5-18. táblázat: A hiteltartozások és fedezetek** (millió HUF)

Megnevezés	Pénzügyileg rendezendő tartozás	Fedezetek
Hiteltartozás	219,5	Saját termelésű készletek napi eladási áron: 418 Vásárolt készletek napi eladási áron: 197
<b>Összesen:</b>	<b>219,5</b>	<b>615,0</b>
<b>Fedezeti többlet: 385,5</b>		

Fedezeti többlet:  $913,89 + 64 + 395,5 = 1\,373,39$ Működési kiadások: - 1 350,00

Tartalék: 23,50

Összegezve és azt feltételezve, hogy az egyes eszközök eladása nem könyvszerinti értéken történik, akkor az alábbiakat kapjuk:

**Bevételek és eszközök** (millió HUF)

Eszközök	1 235,00	Értékelés 80%-on 988,0
Vevői követelések	133,00	Értékelés 40%-on 53,2
Váltókövetelések	16,00	Értékelés 30%-on 4,8
Ingatlanok nettó értéke	232,89	Értékelés 80%-on 186,3
Ingóságok	794,00	Értékelés 30%-on 238,0
Készletek	615,00	Értékelés 60%-on 369,0
<b>Összesen</b>	<b>3 025,89</b>	<b>1 839,3</b>

**Kiadások és kötelezettségek** (millió HUF)

Költségek	1 350,00
Szállítói tartozás	64,00
Költségvetési tartozás	113,00
Hiteltartozás	219,50
<b>Összesen</b>	<b>1 746,50</b>

A fentiek alapján megállapíthatjuk azt, hogy az adós vállalat potenciális (kalkulált piaci) értéke  $92,8 (= 1\,839,3 - 1\,746,5)$  millió HUF összeggel meghaladja az összes szerződés-konform hitelezői igényeket. Erre való tekintettel a **csődbejelentési kritérium nem áll fenn**, pedig a gyakorlatban szívesen alkalmazott kritérium szerint az 1 746,5 millió HUF tartozást nem fedezi

az 1 641,89 millió HUF eszközérték. Tehát a **csőd kiváltó, azaz a csődbejelentési kritériumot nem a vállalati érték és az összes hitelezői igények értékének egybevetéséből, hanem minden egyes hitelezői pozíció igényének és szerződéskonform elvárásának összehasonlításával állapítottuk meg.**

Ebben a részben közreadott összevetést olyan szempontok szerint végeztük, hogy a hitelezők ragaszkodnak az időpont szerinti és a szerződésekben meghatározott teljes igényeikhez. Az általunk elkészített kalkuláció alapján lehetséges a tartozások teljes összegének a tervezett időpontban történő megfizetése. A fedezeti többlet, **amely mint tartalék az adós cégnek jó értelemben vett manőverezési lehetőségeket biztosít, ezáltal is erősítve a nem biztosított hitelezők pozícióját. A várható többlet pénzáram meghaladja a hitelezői szerződés-konform – összeg és időpont szerinti – elvárásokat.** Mindezek alapján az egyes hitelezői szempontok alapján értelmezett anticipált csődbejelentési kritérium sem áll fenn. Tehát az utóbbi csődbejelentési kritériumot javasoljuk figyelembe venni, mert ekkor a hitelezői individuális mértékeket rögzítjük a globális mértékek helyett. Ez a kritérium annak a korai felismerését segíti elő, hogy az adott vállalat változatlan formában tovább működhessen vagy sem. Tehát a fenti kalkuláció alapján az adós cég a pénzbeáramlásból az összes hitelezői csoport szerződés szerinti elvárását teljesíteni tudja.

#### *5.8. A helyzetátfordítási terv, mint a konfliktuskezelés eszköze*

A csődeljárásról szóló bírósági végzés közzétételétől kezdve (a hatályos szabályozás szerint 120 napig, ami meghosszabbítható) az adós köteles a **fizetőképesség helyreállítását vagy megőrzését célzó programot és egyezségi javaslatot** készíteni, s a hitelezőkkel azt megtárgyalni. Amennyiben magát a csődöt a gazdálkodásban előállt lehetetlenülésnek tekintjük, úgy a csődeljárást a pénzügyi egyensúly helyreállítására szolgáló kísérletnek vehetjük. Tehát a csődeljárás valójában esélyt jelent a fizetőképesség újbóli helyreállítására. A csődhelyzetbe került szervezetet csak **előre átgondolt szisztematikusan felépített feladatsor végrehajtásával stabilizálhatjuk.** Ennek első lépése az ún. helyzetátfordítási terv (kilábalási program) elkészítése, amelynek a hitelezőkkel történő elfogadtatását (vagy annak kísérletét) a törvény is előírja. Ez a terv az adós fizetőképességének felülvizsgálatához szükséges **kiindulási pont.**

A kilábalási terv készítésének az alábbi **kettős célja** van:

**1.** A fizetőképesség helyreállítása és stabilizálása.

**2.** A szervezeti-működési korszerűsítés megteremtése a jövőbeni stabil működés érdekében.

A helyzetátfordítási tervek **jellemzője** az, hogy **egyszerre és komplex egységben** kezelve kell rövid távú, túlélési intézkedéseket és a szervezet hosszabb távú stratégiai szintű stabilizálását végrehajtani. Az így jelentkező feladatstruktúra rendkívül összetett, szervezetenként és helyzetenként egyaránt.

A tervnek tartalmazni kell, az elfogadott egyezségi program mellett, a végrehajtás és az ellenőrzés módját. A hitelezők az egyezség megtartásának ellenőrzésével megbízhatják vagy

- a vagyonfelügyelőt;

- egy vagy több hitelezőt;

- kijelölhetnek egy kívülálló személyt.

Az ellenőrzéssel megbízott, illetve kijelölt jogait és hatáskörét az egyezségben írásba kell foglalni. Ezen a helyen **javasoljuk** azt, hogy a **helyzetátfordítási terv az adós vállalat éves beszámolójának szükséges része legyen nyilvánosságra hozatali kötelezettséggel úgy, hogy a hitelező kikényszeríthesse annak periodikus összeállítását.** Az adós kötelezése legyen a terv teljesítése!

A helyzetátfordítási terv mint az éves beszámoló kötelező része biztosíthatná az adósság mérését is. A vállalat további létezésénél az adósság fedezetét a folyó üzleti tevékenységből

származó pénzbeáramlás biztosítja. Ha a folyó üzleti tevékenység szempontjából a teljesítendő terv finanszírozási deficitet mutat, akkor létezik a csődjogi eladósodás feltevése. Itt azonban szeretnénk felhívni a figyelmet arra, hogy az **adós vállalat mérlegbeli saját tőkéje az eladósodás megítélésekor** alapján véve **nem fő szempont**. Amennyiben úgy tűnik, hogy az adós likviditása a helyzetátfordítási terv alapján megfelelően biztosított, úgy a negatív saját tőke állomány csődjogi szempontból nem érdekes. A negatív saját tőke a kibontakozási terv konkretizálási fokára csupán közvetetten hat. Ez a "feszített" vállalati helyzetre utaló indícium mind az adóst, mind a hitelezőt az életképesség részletes felülvizsgálatára kényszeríti. **Itt a prognózis időtartamának rögzítése és a helyzetátfordítási terv kidolgozás-részletességi foka csak a mindenkori vállalati szituáció segítségével ítélni lehet meg.**

A helyzetátfordítási terv – amit egy durva üzleti tervnek is tekinthetünk – objektívalja a fizetőképességi prognózist. A hitelezőnek bíznia kell abban, hogy ez a terv nem az adós kívánságlistája. Mindenesetre nem hagyhatjuk figyelmen kívül azt, hogy a kibontakozási terv determinánsainak szubjektív meghatározása tetemes értékelési nehézségekhez vezet az ítélethozatal során.

A vállalati válság kifejtett szakasza – a csőd és a felszámolás – egyértelmű búcsút jelent az ún. going concern állapotól. Ezt a szakaszt az éves beszámolóból kiolvashatjuk, csak hogy az elemző kezébe ez sokszor túl későn kerül, s ebből eredően a csődbejelentésre is már későn kerül sor. A fizetési moratórium alatt pedig sokkal inkább a helyzetátfordítási terv elkészítésére, mint a csődeljárásbeli egyezségi "huzavonára" kellene időt szánni! Itt még egyszer **hangsúlyozzuk azon javaslatunkat**, hogy a **helyzetátfordítási terv az éves beszámoló kötelező része legyen egyrészt azért, hogy a hitelező üzleti periódusonként ellenőrizhesse a terv végrehajtásának mértékét és módját, másrészt pedig azért, hogy az adós is nyilvános önkontrollt gyakorolhasson.**

A közölt esetek is bizonyítják azt, hogy a **törvényes csődkiváltást** csak nehezen, nem tökéletesen számszerűsíthetjük. A **csődeljárás megnyitásához a fizetéseképtelenség ténye** – mint alapvető vállalatgazdasági/pénzügyi követelmény – **elegendő**, de a mérlegbeli 'számszerű' eladósodás ténye nem.

Azzal is számolnunk kell, hogy vállalati csődnél a **vagyonfelügyelő és a hitelezői választmány befolyásolja** a döntési folyamatot.

Napjainkban is hiányzik az az általánosan érvényesíthető értékelési elv, ami egy **objektív adósságvizsgálatot** teljesít a vállalati mérleg útján. Ezzel pedig degenerálódik a csődjogi adósságvizsgálat az adós mérlegelő és nem szankcionálható önkontrolljával.

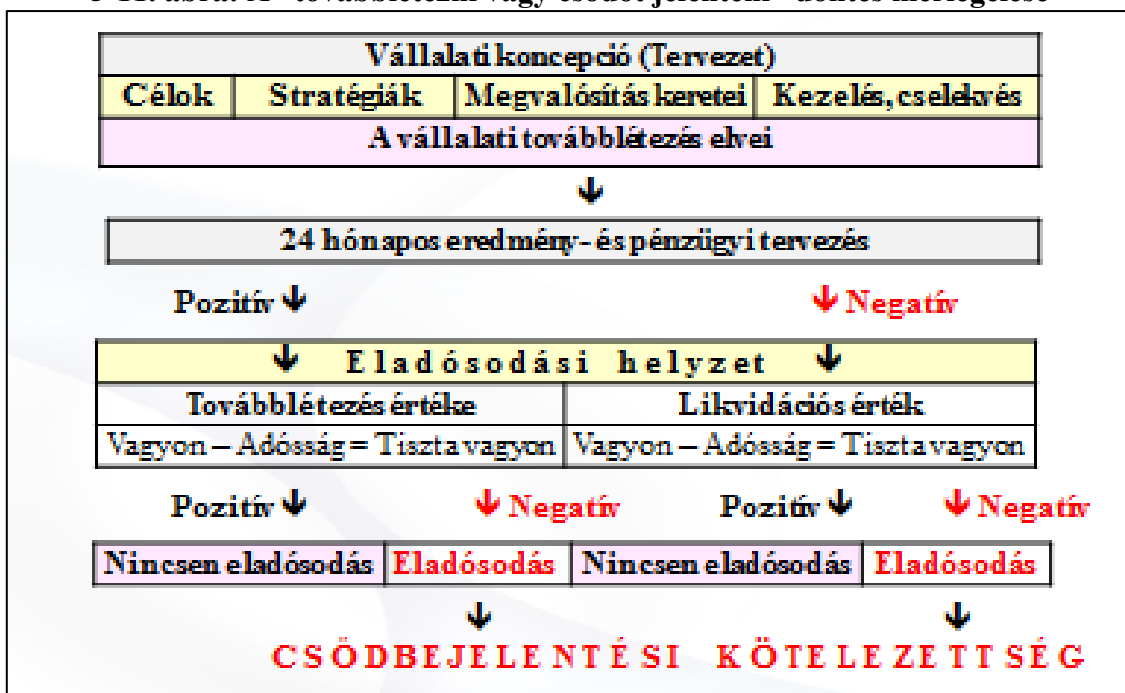
Nyilvánvaló az, hogy a **vállalati válság számos ok együttesére vezethető vissza, s ezen okok nem, vagy pedig csak túl későn fedezhetők fel az éves beszámoló adatainak elemzésével**. Közismert az is, hogy a válság **nem csak egyetlen okra vezethető vissza. Ha az éves beszámoló adatainak elemzésével akarjuk a válságot diagnosztizálni, akkor több szempontot, nézőpontot és elemzési technikát kell egymással szisztematikusan összekapcsolni. Végül pedig a vállalati csőd (válság) diagnózisa nem korlátozódhat statikus (időponti) elemzésre, azaz csak mérlegelemzésre. A diagnózist csakis a cég működési perspektívájának és környezete alakulásának figyelembevételével – dinamikus elemzés keretében – állíthatjuk fel.**

### 5.9. „A tovább működni vagy csődöt jelenteni?”-döntés mérlegelése

A továbbműködési lehetőség pozitív akkor, ha a tovább létezés értéke ( $V_t^C$ ) meghaladja a lehetséges legjobb likvidációs stratégia értékét ( $V_t^L$ ) és negatív, amennyiben a lehetséges legjobb likvidációs stratégia értéke ( $V_t^L$ ) meghaladja a tovább létezés értékét ( $V_t^C$ ). Az **5-11.**

ábra a “csődöt jelenteni vagy továbbműködni” döntés mérlegelését illusztrálja, amely egy minimum 24 hónapos (újabb két éven belül nem lehet csődöt jelenteni) időtartamra vonatkozó pénzügyi terv készítését feltételezi.

5-11. ábra: A ”továblétezni vagy csődöt jelenteni” döntés mérlegelése



Forrás: Saját szerkesztés

Az 5-12. ábra, különböző vállalati helyzetek függvényében, áttekinti az adósság szerint megfogalmazott kritériumot.

5-12. ábra: Adósság szerint megfogalmazott kritériumok különböző vállalati helyzetekben

pozitív $V^C > V^L$	TOVÁBBMŰKÖDÉSI LEHETŐSÉG	negatív $V^C < V^L$
$V^C > V^L > D^*$	nincsen eladósodás	$V^C > V^L > D^*$
$V^C > D^* > V^L$	egyszerű eladósodás	$V^C < D^* < V^L$
$D^* > V^C > V^L$	közgazdasági eladósodás	$D^* > V^L > V^C$

Forrás: Katits, 2010 módosítva.

A fenti megközelítésben az eladósodás tartalmilag közel áll a fizetésképtelenséghez. A közgazdasági értelemben vett eladósodás egyrészt a kifizetésekkel járó kötelezettségek teljesítésére való képtelenséget jelenti, másrészt pedig az árugazdasági illikviditást, azaz a vállalati vagyontárgyak pénzzé történő konvertálhatóságára való képtelenséget. Veit árugazdasági likviditásnak nevezi azt, amikor a vállalati vagyontárgyak csereképes tulajdont képeznek. Erre az elidegenítési képességre alapozott likviditásnak különböző fokozatai vannak. (Drukarczyk 1993, 24.) Itt feltehetünk egy kérdést: A fizetésképtelenség mérése időpontra vagy időtartamra vonatkozik-e? – A fizetésképtelenség az adós tartós tehetetlensége, képtelensége a fizetési eszközök előteremtésében a fizetési kötelezettségek időpont szerinti teljesítéséhez, mivel nem rendelkezik olyan és akkora mértékű vagyonnal, amely az adósság rendezéséhez

elegendő lenne. Ez a két kritérium **két** egészen **különböző időbeni dimenzióra** vonatkozik. Egyrészt az adós a fizetési kötelezettségeket időpont szerint nem teljesíti, másrészt pedig ezeket a kötelezettségeket tartósan képtelen kiegyenlíteni. Az 'időpont' aspektussal az esedékes és a nem esedékes kötelezettségeket el tudjuk választani, ezért az 'esedékes' adósságot figyelembe tudjuk venni a fizetésképtelenség felülvizsgálatánál. Az 'időtartam' aspektussal viszont ki tudjuk mutatni a fizetésekben fennálló tartós képtelenséget. **Mindkét időbeni dimenzió vizsgálata szükséges annak eldöntéséhez, hogy vajon az adott időpontban csak fizetési zavarral állunk-e szemben vagy pedig pénzügyi szűk keresztmetszettel hosszabb időintervallumban számolhatunk.**

#### *5.10. A reorganizáció*

A nehéz pénzügyi helyzetbe vállalkozások számára a felszámolás mellett nincsen alternatív megoldás, amely lehetőséget biztosítana a vállalkozás egészben vagy részben történő megmentésére. Annak érdekében, hogy ez lehetővé váljon, az eljárások közötti választás feltételeit úgy kell kialakítani, hogy azok ne zárják ki a reorganizációnak, mint fizetésképtelenségi eljárásnak az alkalmazhatóságát. Fontosnak véljük a hitelezők pozícióját megerősíteni! Ennek érdekében jelentősen felértékelődik a **hitelezői döntéshozatal szabályozása**.

Bármely érintett félben vetődik is fel a reorganizáció<sup>21</sup> szükségessége, ezután jellemzően egy hosszabb-rövidebb időszak következik, amíg a konkrét döntést a megfelelő testületek (igazgatóság, taggyűlés, stb.) meghozzák. Ez a "majd csak lesz valahogy" időszak általában túl hosszú, ami a határozatlan tulajdonosi fellépés, a gyakran elkényelmesedett menedzsment és a hitelező gyors közbelépési lehetőségének hiányából adódik. Fontos az, hogy a reorganizációban igazán érdekelt fél tudatában legyen annak, hogy a sikeres program lefolytatásának esélyei az azt megelőző válság hosszával fordítottan arányosak!

A reorganizáció végrehajtásához szükséges forrás előteremtése nem könnyű feladat az állandó készpénzhiánnyal küzdő vállalatnak, de nem lehetetlen. A reorganizáció jelentősebb költségei tipikusan az átszervezéshez, illetve a költségracionalizáláshoz szükséges kisebb-nagyobb beruházásokhoz kapcsolódnak. Ezeknek a reorganizációs tervben történő szerepeltetése és megfelelő alátámasztása esélyt ad arra, hogy a reorganizációban szintén érdekelt fő kivitelező banki hitelt nyújtson.

A **sikertelen csődegyezés után** a pénzügyi igények birtokosainak elvileg **3 alternatíva** áll rendelkezésre a vállalati vagyontárgyak értékesítésére vonatkozóan:

1. A vagyontárgyak egyenként történő elidegenítése (likvidációja).
2. A vállalat egészét, az idegentőke juttatók igényétől függetlenül, egy harmadik félnek értékesítik (teljes elidegenítés).
3. Értékesítés saját és idegen tőkerészek formájában új jogosultak felé, illetve kevert formában régi jogosultaknak is úgy, hogy az új és a régi jogosultak messzemenően azonosak. A régi pénzügyi szerződéseket, amelyeket a vállalat már nem tud teljesíteni, újra fogalmazzák.

Mivel a 2. és a 3. alternatíva az egyes vagyontárgyak vagy az egyes üzletágak kombinálásával történő elidegenítés, a **régi finanszírozóknak jelentős mozgásterük van az értékesítési mód keresésében, ami a vállalati vagyon értékét maximalizálja és a szóban forgó igénylők veszteségét minimalizálja.**

---

<sup>21</sup> A reorganizációt az amerikai és a német csődjognak megfelelően értelmezzük, vagyis a csőd eljárás kiváltását követő folyamatként kezeljük.

A vállalati vagyontárgyak értékesítésének gondja mellett létezik az ún. **felosztási probléma**. Ki, mit és milyen sorrendben kap? Ennek megválaszolásához az alábbi részproblémák megoldása szükséges:

a./ A finanszírozók és – adott esetben – a munkavállalók követeléseit az eljárás megkezdésének időpontjában regisztrálni kell és elfogadhatóságukat felül kell vizsgálni.

b./ Az eljárás kezdő időpontjában a követeléseket értékelni kell.

c./ Az igényeket rangsorolni kell.

d./ A jogosultaknak – szavazati joguknak megfelelően – igényüket biztosítani kell.

Amennyiben azt feltételezzük, hogy az a./ - d./ részproblémák megoldhatók, úgy legyőzhető a felosztási probléma az 1. és a 2. értékesítési alternatíva esetén. Ez esetben a likvid eszközökből származó bevételből kifizetik a jogosultak követelését a sorrendre és értékre való tekintettel. Ezzel szemben a 3. alternatívánál nincsen felosztható likvid eszközállomány. Jelöljük az új igények felosztásával átszerveződő vállalat értékét  $V_R$ -rel! A  $V_R$  érték nem bizonyosan ismert és nagysága **a választott reorganizációs intézkedésektől és a vállalat tőkestruktúrájától függ**. Ha a jogosultak a 3. alternatívára épülő reorganizációs megoldást választják, akkor két probléma keletkezik (ami nem lépne fel akkor, ha a vagyontárgyakat harmadik félnek értékesítenék):

- Az újra szerveződő vállalat értékének mérése ( $V_R$ ).

- A régi és az új igények ekvivalenciájának mérése, amit a reorganizációs terv javasol.

Az egyenlőség mindkét oldala értékelési problémák megoldását igényli. A vagyontárgyak 3. fél felé történő értékesítése a megkövetelt ekvivalencia kapcsolatnak csak az egyik oldalát érinti. Kérdezhetnénk azt, miért választják a régi igénylők racionális jogosultjai a reorganizációt akkor, ha ez az értékesítési út akadályokat állít fel. A válasz világosnak tűnik: ha a régi igénylők racionális jogosultjai kollektívan szavaznak a reorganizáció mellett, akkor azt kell feltételeznünk, hogy az újjászervezett vállalat értéke a régi finanszírozók kezében ( $V_R$ ) annyival haladja meg a maximális likvidációs értéket (az 1., illetve a 2. értékesítési alternatíva maximális bevétele), hogy az átszervezés pótlólagos költségeit – amelyet mindkét probléma okoz – legalább kompenzálja.

A reorganizációs eljárás egységes csődeljárás lényeges része (kell, hogy legyen). Nyomatékosan jelezzük itt azt, hogy **jelenleg a magyar csődjogban a reorganizációs tervezés felépítése és tartalma – pénzügyi és vállalatgazdasági szempontból – nem létezik**.

### 5.10.1. A vállalati reorganizáció és a reorganizációs tervezés fogalma

A vállalati reorganizációnál arról van szó, hogy **egy csődben levő vagy csőddel fenyegetett vállalatot újra rendbe hoznak pénzügyi, adósságrendező, szervezeti és személyi intézkedésekkel, átalakításokkal és beavatkozásokkal annak érdekében, hogy az átalakított vállalat részt vehessen a gazdasági életben szolid tőkebázissal és visszanyerhesse újra hozamerejét**. Tehát a reorganizációs eljárás célja **az adósságrendezés és a vállalat rehabilitációja**.

A reorganizáció fogalma vállalatgazdasági szempontból a szervezetkutatás fogalmából ered és jelenti egy vállalkozás tervezett átalakítási folyamatának összes formáit. Ezt felfoghatjuk a vállalkozás változásainak és átrendezésének specifikus alkalmazkodási folyamatként is. Ilyen változások vezethetnek a vállalkozások működésében növekedéshez, méretcsökkenéshez vagy stagnáláshoz, és kiválthatják a totális (a vállalkozás egészben történő) vagy a parciális (csak a vállalkozás részrendszerében végbemenő) reorganizációs folyamatot. A vállalati reorganizáció a **pénzügy-, teljesítménygazdasági, jogi és szervezési intézkedések összessége, amely az (időtartamra vonatkoztatott) fizetéseképtelenség és hozamhelyzet hanyatlásának elkerülését szolgálja**. Ezeknek az intézkedéseknek az összességét **szanalásnak** nevezzük.



Következésképpen a **reorganizációs folyamat a szanálás egyik kifejeződési formája**. Gyakorlatilag a reorganizáció a válságba jutott vállalkozás belső és külső szanálásának eljárásjogi kiépítése, és ezzel egy bírósági eljárás törvényes modellje a szanálható és szanálásra hajlandó vállalkozás életképességének helyreállításához. Ebben az értelemben a reorganizációs eljárás **törvény adta keretfeltétel az összes olyan specifikus vállalati pénzügygazdasági intézkedéshez, amely a vállalkozás hozamerejének helyreállítását és biztosítását szolgálja**. A **reorganizációs tervezés** fogalma egy vállalatgazdaságra orientálódott tervezési fogalomból keletkezett. A tervezés egy olyan jövőorientált ténykedés (eljárás) a vezetés szisztematikus döntés előkészítése során, amelynek keretében a jövőbeni történéseket meghatározza. A tervezés során rögzítjük a jövőbeni célok eléréséhez szükséges akciókat (intézkedéseket), objektumokat és potenciálokat. Tehát a reorganizációs tervezés egy **jövőorientált vezetési tevékenység a szisztematikus döntés előkészítés keretében, amelynek célja az összes olyan szükséges döntést meghozni, amely a szanálásra hajlandó és érdemes vállalkozás életképességét tartósan helyreállítja egy törvényes eljárás keretében**. Ennek előfeltétele a csódhöz vezető okok elemzése mellett felmérni azt, hogy vajon szanálható-e a bajba jutott vállalkozás.

#### 5.10.2. A vállalati reorganizáció, a szanálás, a felszámolás és a csőd összefüggései

**A csőd a vállalati válságnak egy olyan extrém kifejeződési formája, amely időben korlátozott tartamú folyamat.** Ez egy olyan helyzet, amelyben a vállalat fennmaradása veszélyeztetve van, s ezáltal nem képes bizonyos vállalati célok realizálására. A vállalati tervezés egyik alapfunkciója: a szóban forgó vállalkozás számára jövőbeni cselekvési játéktereket feltárni. Ez megelőző problémaelemzéssel és -megoldással történik, amelynek elég korán kell bekövetkezni az egyébként fellépő időkénsyszer elkerülése érdekében. A reorganizáció tervezése keretében ez különösen fontos a hatásos cselekvési alternatívák kereséséhez és kiválasztásához. Itt javasoljuk azt, hogy a csődtörvény foglalja magában a reorganizációs tervkészítést, hiszen ez szem elé tárja a tervezés lehetőségeinek konzekvens hasznát a túlélésre képes és -hajlandó vállalkozás célelérése szempontjából. **Ha a reorganizációs tervet feltételekhez kötött állami támogatással megvalósuló olyan programkatalógusnak tekintjük, amely orvosolja az adós cég gazdasági bajait, akkor ezt szanálásnak nevezzük.** Ennek gyakori módjai: az alaptőke leszállítása, vagy a forgótőke emelése az üzemeltetés fokozása végett, a szanálásra szövetkezett alkalmi egyesülés, pénzcsoport segítése, más vállalatokkal való egyesülés, belépés bizonyos érdekcsoportokba (kartellekbe), stb. Az alaptőke leszállítása vagy a részvények egy részének visszavásárlása útján történik, vagy, ha már csakugyan az alaptőke egy része elveszett, a részvények névértékének leszállításával (lebélyegzésével). Ha a vállalat azért nem jövedelmező, mert üzeme nem eléggé nagyarányú, az üzem eszközeinek bővítése, s ebből eredően új részvények vagy elsőbbségi részvények kibocsátása, kölcsönök felvétele, stb. szanálhatja a vállalatot. **A csőd egy fizetésképtelen vállalkozás esetében olyan helyzetet jelent, amikor az adós és hitelezői bírósági nem peres eljárás keretében próbálják az adósságokat átütemezni és a fizetőképességet helyreállítani.** Hétköznapi értelemben a csőd olyan helyzetet jelent, amikor valakinek egy vállalkozása nem sikerül. **A csődvédelem intézménye azt a célt szolgálja, hogy egy lejárt adósságaiért helytállni nem képes vállalkozást a hitelezők azonnal ne számolhassanak fel.** A fizetésképtelen vállalkozás tulajdonosai a csődeljárás keretében, az állam felügyelete mellett, megpróbálhatják a vállalkozást megmenteni. Ehhez általában közérdek fűződik, mivel sok vállalkozás a pillanatnyi fizetésképtelenség ellenére újra értéktermelővé válhat, amivel egyben munkavállalóinak és üzletfeleinek is sok kellemetlenséget takaríthat meg. A magyar jogban a csődvédelmet a csődeljárás garantálja. A sikertelen csődeljárás után a hitelezők a vállalkozást felszámolhatják.

Piacgazdaságban a **fizetéképtelenségnek alapvetően 3 rendezési módja** lehet:

1. Az adós és a hitelezők közötti bizalom esetén az adósságok átütemezése.
2. A csődvédelem keretéből kiindulva az adós gazdálkodó szervezet fizetőképességének, illetve működésének helyreállítására irányuló reorganizáció.
3. Az adóssal szembeni hitelezői követelések kielégítésére és az adós működésének lezárására irányuló felszámolás.

A hatályos magyar csődtörvény csődjét mutatja az, hogy a magyar csődeljárások szinte kivétel nélkül felszámolási eljárásban, azaz sikertelenül végződnek.

A hatályos csődtörvény előtti magyar jogi nyelvben a csődeljárás általában a fizetéképtelenségi eljárást jelentette. A hatályos csődtörvény a csődeljárás kifejezést új jelentéssel ruházta fel. A csődeljárás az adós bejelentésére indul (ún. öncsőd) vagy bármely hitelező kezdeményezésére. A csőd bejelentése után a csődbe jutott adós és hitelezői kényszeregyezésre törekednek, amelynek keretében

- megállapítják az adós kötelezettségeinek mértékét,
- a hitelezők részére való kifizetések ("a hitelezők kielégítése") sorrendjét,
- esetleg egyéb megállapodásokat kötnek.

A magyar csődtörvény személyi hatálya kizárólag a gazdálkodó szervezetekre terjed ki, természetes személyekre nem.

A csőd szigorú jogi szabályozás alá esik, amelynek megsértése csődbüntettnek minősülhet.

A csőd- és a felszámolási eljárások közötti jelentős különbség az, hogy míg a **csődeljárással** mindenképpen az **egyezség a cél az adós és a hitelezői között**, addig a **felszámolási eljárásnál** a vállalkozás megszüntetése és a **hitelezőknél fennálló tartozások kiegyenlítése** a feladat. Ha nem sikerül a csődegyezségi tárgyaláson a hitelezőkkel megegyezni, akkor az eljárás felszámolási eljárásba fordul át. **Míg a csődeljárásnál a vagyonfelügyelő a hitelezők érdekeit szem előtt tartva felügyeli a vagyont, a felszámolási eljárásban a hitelezők követeléseinek a kielégítése a cél.** A felszámolási eljárás hosszadalmasabb és egyebek mellett több könyvelési teendő kapcsolódik hozzá, valamint vagyonfelosztási javaslat, közbenső mérleg, felszámolási zárómérleg, stb. készítése. A felszámolási eljárás az adós, a hitelező, vagy a végelszámoló kérelmére, illetve a cégbíróóság értesítése alapján indítható meg. A felszámolási eljárás a kérelem beérkezésével indul meg és az adós fizetéképtelenségének a bizonyításával folytatható le. Ha az eljárás során mégis kiderülne az, hogy az adós nem fizetéképtelen, akkor a végelszámolási eljárást kell alkalmazni. Ha a vállalkozás a csődeljárást választja, akkor a csődszabályozás meghatározza azt, hogy miként folyik a vállalat értékesítése, a vagyon egyszeri vagy többszöri részletben történő értékesítése. A hitelezők sorrend szerinti kielégítése egységesen szabályozott, egyébként a cég összes hitelezője egyszerre igyekezne behajtani a követelését az adós vállalat vagyonából. Csődeljárásnál a cél a megegyezés, akár az eredeti szerződés feltételeinek a megváltoztatásával. Végelszámolás során a nem fizetéképtelen adós rendezi tartozásait a hitelezőivel.

**Amennyiben a fizetéképtelenség helyreállítására tett vállalati intézkedések nem vezetnek eredményre, állami szanálást kell kezdeményezni; a szanálás az eredményes gazdálkodás és a fizetőképesség helyreállítása céljából tett állami intézkedések összessége.** A szanálási eljárást meg kell előznie a gazdálkodó szervezet és a hitelezők között a pénzügyi egyensúly, a fizetőképesség helyreállítása végett lefolytatott egyeztetésének. **A szanálási eljárást akkor indítják meg, ha az egyeztető tárgyalás folyamán nem jött létre a fizetőképességet helyreállító megállapodás.** Ki kell dolgozni a veszteség rendezésére, a fizetőképesség tartós megteremtésére, a jövedelmező gazdálkodás elősegítésére vonatkozó intézkedéseket, és az ezek esetleges végrehajtásának elmulasztását szankcionáló jogi következményeket tartalmazó megállapodást. Az állami szanálás anyagi fedezetére a szanálási alap szolgál. Tartós veszteség és nagymértékű fizetőképtelenség, illetve az **állami szanálás sikertelensége esetén** – végső megoldásként – **a gazdálkodó szervezet felszámolására is sor kerülhet.** Ekkor a gazdálkodó

szervezet tartozásai tartósan meghaladják vagyonát, és a vele szemben fennálló követelések végrehajtása eredménytelen. A felszámolási eljárást kérelem alapján indítják, amelyhez csatolni kell a vállalat és a hitelezők előzetes egyeztetéséről készített jegyzőkönyvet, valamint az állami szanalási eljárás eredménytelenségéről szóló okiratot. A gazdálkodó szervezet maga is kérheti a felszámolási eljárás lefolytatását. A jogszabály felszámolás esetén garanciákat tartalmaz a vállalati dolgozók és a szövetkezeti tagok legfontosabb érdekeinek lehetőség szerinti védelméről, foglalkoztatásáról és a termőföldek további hasznosításáról.

A vállalatok **felszámolása** egy sajátos, **nem önként vállalt módszer** arra, hogy a tulajdonosi jogok mások kezébe kerüljenek át. Az eljárás során a tulajdonosoknak csak korlátozott jogai, lehetőségei vannak a döntések meghozatalakor. Hozzá kell tenni azonban azt, hogy nemcsak a tulajdonosok mozgásteret korlátozott, hanem szinte az összes érintett fél ilyen vagy olyan módon elszenved bizonyos kellemetlenségeket. A hitelezők – vagy azok egy csoportja – például több-kevesebb veszteséget kénytelenek elkönyvelni. A vállalat termékeinek vásárlói pedig kénytelenek új beszerzési források után nézni. Éppen ezért, egy bajba került vállalat feletti ítélet kimondása, illetve a vállalattal szembeni fellépés jogi formájának, kereteinek megválasztása sokakat érintő fontos kérdés. A vállalat jövőjére vonatkozó döntés meghozatalakor az sem mellékes, hogy a döntési pozícióban levők milyen költségeket vesznek figyelembe, illetve milyen szempontok alapján hozzák meg döntéseiket. A felszámolási eljárást akkor tekinthetjük sikeresnek, ha a bajba került vállalkozás eszközeit valamely más vállalkozás keretén belül hatékonyabban használjuk fel. **Amikor a vállalat átszervezése (reorganizációja) is elégségesnek bizonyul a probléma megoldására, akkor a szóban forgó vállalat felszámolására nincs szükség.** A vállalkozás életben maradhat, de csak akkor, és ezt hangsúlyozni kell, ha a vállalat eszközeit nem lehet a vállalat keretén kívül hatékonyabban hasznosítani.

Egy **vállalkozás felszámolása nem szükségszerűen kötődik csődeljárás kezdeményezéséhez**: a vállalat, minden különösebb jogi eljárást mellőzve, egyszerűen eladhatja eszközeit. Példának okáért erre azért is sor kerülhet, hogy az így befolyó pénzekből a vállalat adósságait rendezze. (A magyar joggyakorlatban erre ad lehetőséget a végelszámolás intézménye.) Abban az esetben, ha a vállalat eszközeinek értékesítéséből származó bevétel nem elég a számlák kiegyenlítésére, a csődeljárást nem lehet elkerülni. Ekkor előfordulhat az, hogy mindazok, akik nincsenek kellően elől a hitelezők listáján, kénytelenek bizonyos veszteséget elkönyvelni. Mindezek ellenére, a hitelezők számára még ebben az esetben is kifizetődőbb lehet a helyzetet elfogadni, semmint önállóan felszámolási eljárást kezdeményezni az adós vállalat ellen annak reményében, hogy az adósságot majd maradéktalanul be lehet hajtani. Vagyis, a csődeljárás intézménye előnyösnek bizonyulhat mind az adós vállalat, mind a hitelezők számára. Egyúttal azonban az is nyilvánvaló, hogy a részletek tisztázása nagyon fontos. Végeredményben, még akkor is, ha a folyamat lezárásaként a vállalat reorganizációjára kerül sor, az érintett felek számára kölcsönösen elfogadható egyezség kialakítása szempontjából nélkülözhetetlen tárgyalási keretek a reorganizáció és a felszámolás alternatíváinak az összevetése után alakulnak ki.

### 5.10.3. A vállalati reorganizációs tervezés helye egy új/javasolt reorganizációs eljárás keretében

Egy modern, hatékony, gyakorlatorientált és szociális csődjog megóvjva a csődben levő vagy csőddel fenyegetett vállalkozást az értékvesztő megsemmisüléstől akkor, ha elkerülhető a pénzügyi összeomlás és újra visszaállítható a jövedelemtermelő képesség. Ebből származik az alábbi tervezett reorganizációs eljárás lényege:

- A csődeljárás megnyitásának időben történő előrehozása az időpontra vonatkoztatott illikviditás eddigi gyakorlatával szemben egy (prognosztizált) időtartam illikviditás teljesítésével.

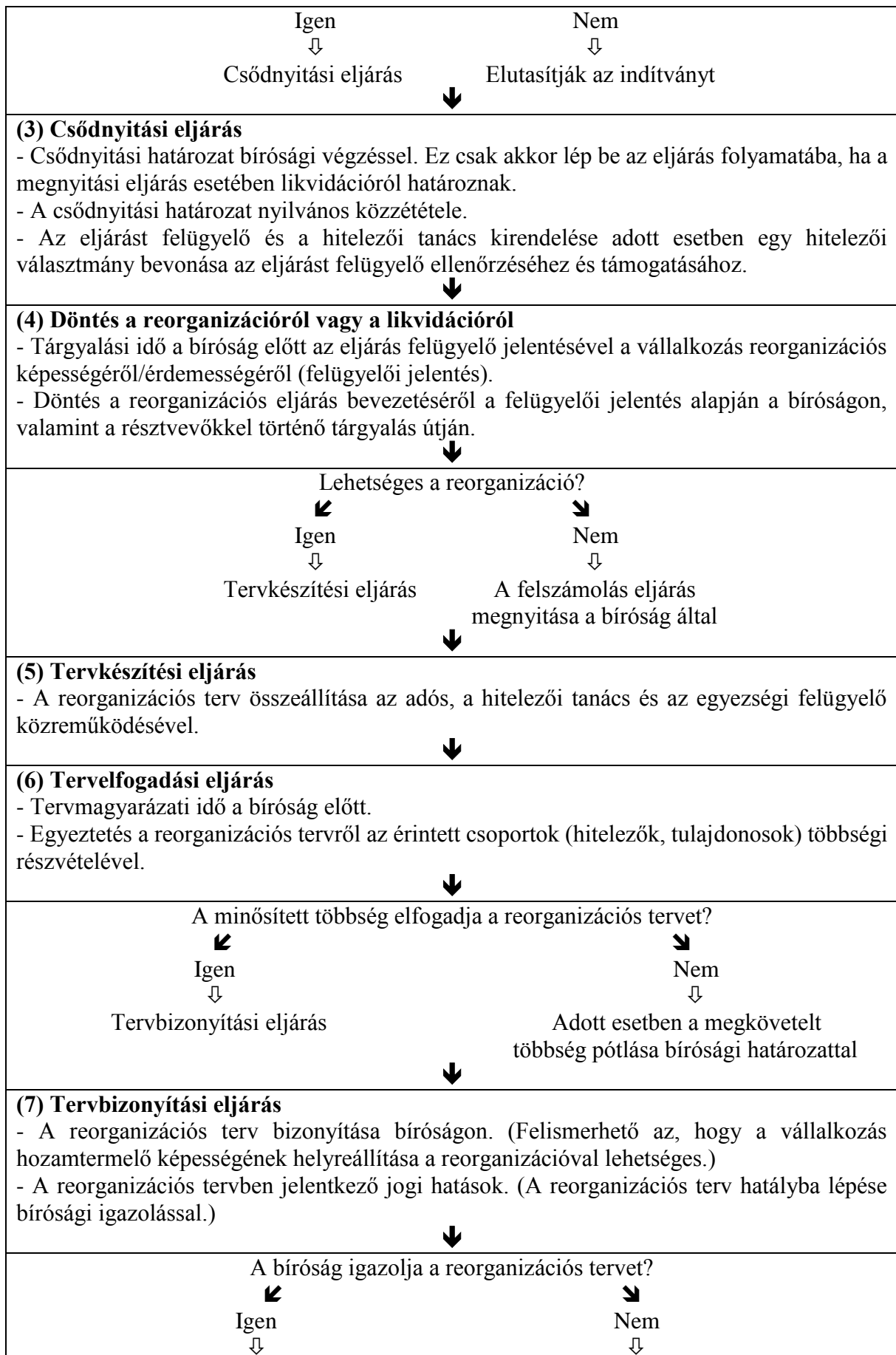
- A biztosított hitelezők bevonása az eljárással kapcsolatos teherviselés felosztásába.
- A vállalkozás társaságjogi átstrukturálásának lehetősége a tőkerész egy lehetséges új felosztásával, ami az eddigi részesedési jog felszámolását is maga után vonhatja.
- A többségi döntések kötelező ereje a részesedő hitelezői csoporton belül, amelyhez a csődbíróság is hozzájárulását adja.

A hitelezői gyűlésen, amennyiben az adós egyezséget akar elérni, vagy reorganizációs eljárást kíván kezdeményezni, úgy feltétlenül szükséges az adós képviselőjének részvétele. A gyűlésen az adós képviselője az adós gazdálkodó szervezet legfőbb szerve által adott felhatalmazás birtokában vehet részt, s nyilatkozhat az adós nevében. Az adós tulajdonosainak is részvételi lehetőséget kell biztosítani az eljárásról döntő hitelezői gyűlésen. Ha a hitelezők a reorganizációt választják, akkor hogyan tudják befolyásolni azt, hogy ki vezesse menedzserként az adós reorganizációját? – Az adósnak és a hitelezőknek meg kell egyezniük arról, hogy támogatás esetén ki vezetné a reorganizációt. Ha nincs egyezés ebben a kérdésben, akkor nincs reorganizáció. Előfordulhat olyan helyzet, hogy az adós és a hitelezők a vagyonfelügyelőt kéri fel a válságmenedzseri, a reorganizációt levezénylő feladatkör ellátására. Ebben az esetben új vagyonfelügyelő kijelölése szükséges. (A vagyonfelügyelő cég vagy magánszemély legyen? – Ha cég, akkor a cég kijelölhetne másik személyt is, ami összeférhetlenségi problémát vet fel.) A reorganizációs eljárások szereplőit, a hitelezőket és az adósokat előnyök és hátrányok egyaránt érintik. Az adós előnyei között említjük meg a fizetési moratóriumot és annak meghosszabbítását, a reorganizáció szabályozásának kidolgozását, a reorganizációs programhoz elég a hitelezői többségnek hozzájárulni. A hitelezőket érintő előnyökhöz soroljuk a vétőjoggal való élés lehetőségét a szavazás során, a vagyonfelügyelő leváltásának lehetőségét és az adós cég vezetése büntetőjogilag felelősségre vonható

A reorganizációs eljárás (karakterisztikus) fázisait egy csődeljárás keretében az **5-13. ábra** szemlélteti (módosítva Krystek 1985, 586-588.).

### 5-13. ábra: A reorganizációs eljárás felépítése/fázisai csődeljárás keretében





Realizálás	A felszámolási eljárás megindítása
↓	
<b>(8) A reorganizációs tervben levő célok/intézkedések realizációja.</b>	

*Forrás: Saját szerkesztés*

A bemutatott reorganizációs eljárás pénzügygazdasági súlypontja a reorganizációs tervezés. **Javaslatunk szerint ez a reorganizációs terv 3 részből álljon az alábbiak szerint:**

- 1. A deskriptív** részben igazoljuk azt, hogy a vállalkozás fennmaradása biztosított és a fizetőképessége, valamint jövedelemtermelő képessége újra helyreállítható.
- 2. A kvantitatív** rész tartalmazza az összes követelést és jogot, amely a reorganizációs tervvel változhat, vagy pedig megokolható.
- 3. A melléletek** magukban foglalják egy, a hitelezői csoportok követeléseit és jogait szerint történő tételes kimutatás mellett a tervmérleget, valamint a képviselők (adott esetben az adós szakmai képviselőjének) reorganizációs tervre vonatkozó állásfoglalását.

A reorganizációs tervet megelőzhetné egy ún. **felügyelői jelentés**, ami tájékoztatna a válságba jutott vállalkozás előzetes pénzügygazdasági vizsgálatának a (pozitív) eredményéről. Tehát a közölt reorganizációs és felügyelői jelentés együtt adják a reorganizációs jelentést. Az **5-14. ábra** sematikusan ábrázolja a reorganizációs terv tartalmát és felépítését.

#### **5-14. ábra: A reorganizációs terv felépítése/tartalma**

<b>Vagyonfelügyelői jelentés</b>
Az előzetes pénzügygazdasági vizsgálat eredményének bemutatása mellékletekkel*.
↓
<b>R e o r g a n i z á c i ó s t e r v</b>
<b>(1) Deskriptív rész</b> Annak ismertetése, hogy a vállalkozás fennmaradása biztosított és jövedelemtermelő képessége helyreállítható. Különösen fontos annak közlése, hogy - a vállalkozás tőke- és pénzügyi struktúrája változik a finanszírozási forrásbázis biztosítása érdekében; - melyek azok az intézkedések a szanálás végrehajtásához (például vállalati bezárások, vállalatrészek eladása, a termelési program változásai, a munkaerő felszabadítást érintő intézkedések, személyi változások a vezetésben, változások a szervezeti felépítésben, a jogi formában, a kooperációs stratégiában); - mekkora a szociális terv számára rendelkezésre álló forrás nagysága.
<b>(2) Konstitutív rész</b> Azonak a követeléseknek/jogoknak ismertetése, amelyek a reorganizációs tervvel változnak, vagy azon alapulnak, így különösen - a hitelezői követelések/jogok teljesítésének nagysága és időpontja; - a tervben előforduló követelések/jogok biztosítása; - a célul kitűzött társaságjogi változások módozatai; - a nem biztosított hitelezői követelések nagysága.
<b>(3) A reorganizációs terv melléletei *</b> - Kimutatás az elismert és az üzleti bizonylatokból adódó követelések/jogok hitelezői csoportok szerint történő megbontásához. - A reorganizációs eljárás bevezetésének időpontjára vonatkozó reorganizációs státusz, ami mérlegszerűen ábrázolja a vállalkozás pénzügyi helyzetét. - A reorganizációs tervmérleg a reorganizációs eljárás következményeinek kimutatásához, különös tekintettel a tőkeszerkezet ábrázolásához. - A hitelezői választmány – adott esetben az adós szakmai képviselőjének – állásfoglalása a reorganizációs tervről.

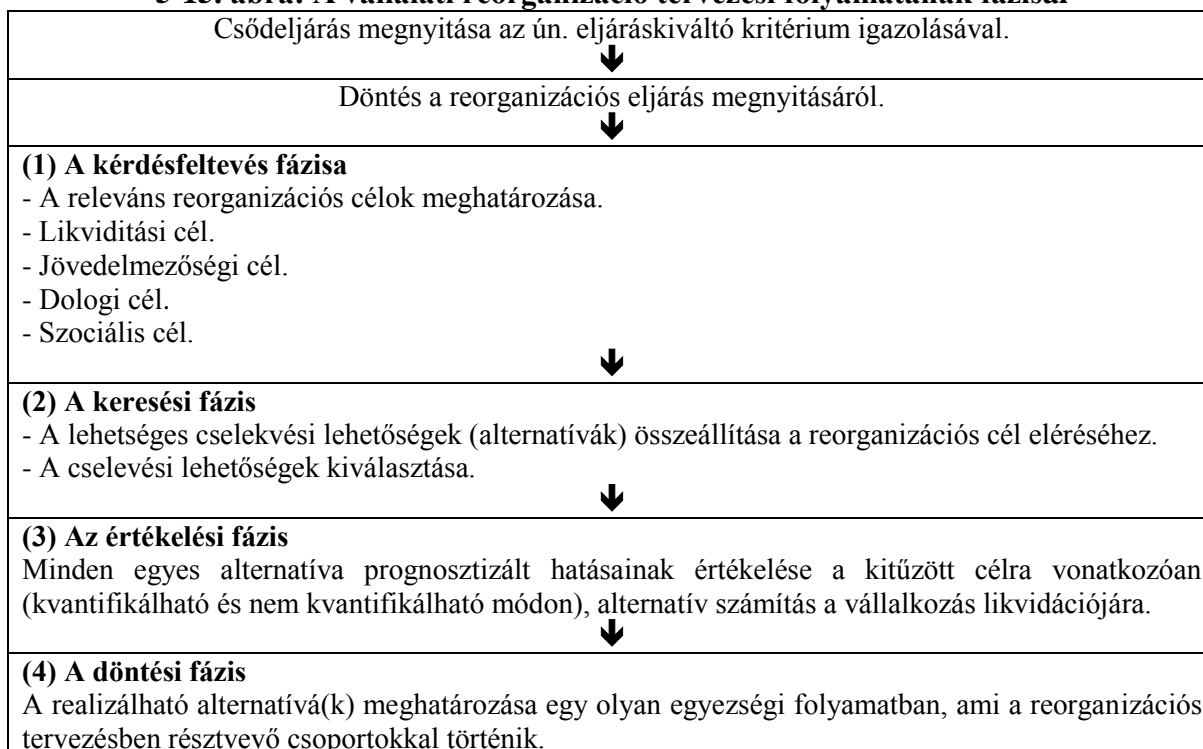
*Forrás: Saját szerkesztés*

A reorganizációs terv felelősségteljesen elkészül az adós, a társasági tagok, a hitelezői választmány, a reorganizációs eljárás felügyelőjének (vagyonfelügyelő) közreműködésével, s ezt benyújtják a bírósághoz. Ezt az összes résztvevővel megtárgyalják egy, az illetékes bíróság által kitűzött határidőben és végül megszavazzák a hitelezőkkel választott ülésen. A reorganizációs tervet – a hitelezői többség hozzájárulásával – a bíróság jóváhagyja, s ezzel megkapja a jogi érvényességet. Itt megmutatkozik a jog és a gazdaságtan közötti együttműködés központi érintkezési vonala, s egyúttal egy termékeny működési területe az alkalmazásorientált vállalatgazdasági kutatásnak, ami eddig nem vagy alig létezett. Itt a lényeg abban áll, hogy alkalmazzák a vállalati tervezés felismeréseit és technikáit a vállalati szanalás vonatkozásában.

#### 5.10.4. A vállalati reorganizációs tervezés folyamata

A reorganizációs tervezési folyamat szemrevételezésekor **4 tipikus fázist** különböztetünk meg. A reorganizációs tervezési folyamat e fázisai formálisan megfelelnek a generális tervezési folyamatnak, mivel a **reorganizációs tervezés a generális tervezési folyamat specifikus kifejeződési formája**. Az **5-15. ábra** bemutatja a reorganizációs tervezési folyamat fázisait pénzügygazdasági szempontból.

**5-15. ábra: A vállalati reorganizáció tervezési folyamatának fázisai**



*Forrás:* Saját szerkesztés

#### **(1) A kérdésfeltevés fázisa**

Ez a vállalat reorganizációs tervezési folyamatának 1. fázisa. Ide tartozik a **csődeljárás megnyitására vonatkozó döntés az ún. eljárást kiváltó kritérium igazolásával**. (Itt érdemes visszalapozni az 5.7. fejezethez.) Ez a kritérium egy mércét jelent a vállalkozás (időtartamra vonatkozó) fizetéseképtelenségére és/vagy eladósodására. (Részleteztük az 5.9. fejezetekben.). **Az időtartamra vonatkozó fizetéseképtelenség magában foglalja a vállalat fizetőképességének prognózisát a jelenlegi (tény) likviditási helyzet alapján**. A másik ún. eljáráskiváltó kritérium az eladósodás. **A vállalat eladósodott akkor, ha az ún. továbblézési**

vagy fennmaradási prognózis kedvezőtlenebb és fennáll az időpontra vonatkozó (mérlegszerű) számszaki eladósodás. A továbblétezési vagy fennmaradási prognózis egy tipikus pénzügyi tervezési/prognózis feladat a legnagyobb komplexitással, amelynek jelentőségét a gyakorlatban alábecsülik. Itt a vállalkozás kötelezettségének és követelésének, valamint sikerpotenciáljának megfelelő biztonsággal történő becsléséről van szó a reorganizációs tervezés keretében. A fennmaradási prognózis a **csődbejutott vállalkozás jövőbeli piaci előnyeire irányul a létező és/vagy jövőben gyártott termékek és potenciálok figyelembe vételével. A potenciálok alatt a rendelkezésre álló vagy beszerezhető alkalmazottakat és a dologi eszközöket értjük, amelyeket egy erre jól épülő szervezeti forma, valamint egy pénzügyi struktúra- és eszközrendszer is támogat.**

A (pozitív) továbblétezési prognózis a reorganizációs eljárása megnyitására vonatkozó döntés bázisa. Rövid távon a likviditási cél dominál, ám ennek megvalósítása a többi (jövedelmezőségi, dologi és szociális) cél elérése nélkül nem lehetséges, amelyek viszont a likviditáscél valóra váltásában befolyással van.

## **(2) A keresési fázis**

Ebben a fázisban összegyűjtjük azokat a lehetséges cselekvési lehetőségeket (alternatívákat), amelyekkel megvalósíthatjuk a csődbe jutott vállalkozásunk a reorganizációs (likviditási, jövedelmezőségi, stb.) célját. A cselekvési lehetőségeket szelektálhatjuk stratégiai és operatív nézőpont szerint.

## **(3) Az értékelési fázis**

A 2. fázisban összeállított alternatívák értékelését az 1. fázisban alapul vett célok szerint végezzük. A reorganizációs tervezés **generális célja vállalkozásunk túlélési képességét fokozni a likviditás és a jövedelmezőség helyreállításával.** Mivel a cselekvési lehetőségeket a 2. fázisban stratégiai és operatív nézőpont szerint szelektáltuk, így az értékelési fázisban az **értékelés – rövid- és hosszú távú – eszközei közül** is megfelelően **választhatunk.** Így a **fedezeti analízis rövid távra alkalmas értékelési eszköz,** amelynek segítségével dönthetünk termékprogramról kifejtett válságszituációban, amikor is a termékek fedezeti rangsora alapján igazolni tudjuk azt, hogy melyik termék gyártását szüntessük meg, vagy éppen tegyünk azért, hogy javuljon a fedezete (ha van vagy lesz iránta piaci kereslet). Ezen kívül a vállalkozásunk jelenlegi és különösen jövőbeli likviditási helyzetének értékeléséhez használatos eszköz a **cash-flow-számítás.** Ezt annak függvényében kell alkalmaznunk, hogy beruházási vagy tőkekivonási projektet értékelünk (a 6.1. fejezetben az utóbbit tekintjük át), de itt az sem mindegy, hogy ezeket a projektet hogyan (de)finanszírozzuk. A finanszírozási helyzetértékeléshez remek értékelési eszköz a *fund-flow*-kimutatás készítése (Katits – Szemán – Varga 2017), amit sajnos, a vállalati gyakorlat még mindig 'mostoha gyermekének' tekint. A **likviditásmenedzselés eszközei** – a likviditási mérleg, a likviditási tartalékok számítása, a működéshez szükséges forgótőke számítás és a likviditás összefüggéseinek feltárása (Katits – Szemán – Varga 2017) nélkülözhetetlenek szóban forgó alternatívák megfelelő értékeléséhez. A **hosszú távra alkalmas értékelési eszközök a beruházási és a tőkekivonási projektek értékelésének eljárásai** (ennek a munkának a 6.1. fejezete), és egyáltalán a vagyon- és **vállalatértékelés módszerei** (Katits – Szemán – Varga 2017 és Takács 2015).

Végül is az értékelési fázis keretében azok az értékelési eszközök a legnagyobb jelentőségűek, amelyek világossá teszik a különböző hitelezői csoportok számára a tervezett reorganizációs alternatívák előnyösségét/hasznát. Itt szembeállítjuk vállalkozásunk likviditációjának és továbbvezetésének számszerű hatásait (itt ismét javasoljuk visszalapozni az 5.9. fejezethez) a rendelkezésre álló/beszerezhető sikerpotenciálok alapján és kidolgozzuk az egyes hitelezői csoportok lehetséges kárát. Ezek a számítások a **vállalkozásunkból reálisan elérhető likvidációs árbevétel és a vállalkozásunk továbblétezésénél a tartósan elérhető és az osztalékfizetésre is fedezetet biztosító árbevétel összehasonlításán alapulnak.**

## **(4) A döntési fázis**



A reorganizációs tervezési folyamatban résztvevő döntéshozók akceptálják a szóba jövő alternatívákat és azok hatásainak értékelését a célkitűzéseknek megfelelően, így alig adódnak további problémák a reorganizációs tervezési folyamatnak ebben a végső fázisában. A reorganizációs tervet benyújtják a bírósághoz, miután a hitelezői csoportok is megismerték. Ezzel pedig lényegesen bővül a döntési fázis a reorganizációs tervezési folyamat keretében. Így megnyílik annak a lehetősége, hogy a döntési fázisban a megvitatás után elfogadják a releváns célokat és alternatívákat, azoknak a prognosztizált pénzügyi következményeit/hatásait. Végül is a nézeteltéréseket az egyezségi folyamat során meg(fel)oldhatjuk kölcsönös elfogadás útján kompromisszumos megoldással vagy a hitelezői csoportok követeléseinek érvényesítésével.

#### 5.10.5. A vállalati reorganizációs tervezés koncepciója

A reorganizációs terv, amely a reorganizációs tervezési folyamat eredménye, rendszerint résztervek sorából áll. Ezek a résztervek a reorganizációs tervezési rendszer elemei, amelyeket az **5-16. ábra** szemléltet, s a következőkben megmagyarázunk (Krystek alapján és kiegészítve, 1985, 595-608.).

**5-16. ábra: A vállalati reorganizációs rendszer elemei**

<b>Reorganizációs céltervezés</b>	<b>Reorganizációs nyereség- és pénzügyi tervezés</b>
- A reorganizációs értékcélok tervezése. - A reorganizációs dologi célok tervezése. - A reorganizációs szociális (munkaerőt érintő) célok tervezése.	
↓ ↑	
<b>Reorganizációs intézkedéstervezés</b>	
↓ ↑	
<b>Stratégiai reorganizációs tervezés</b>	- Bevétel- és költségtervezés. - Nyereségtervezés (originális és derivatív) - Pénzügyi tervezés
- A stratégiai üzlettér tervezése - A jogi struktúra/szervezeti felépítés tervezése. - Vezetési struktúra tervezése.	
↓ ↑	
<b>Operatív reorganizációs tervezés</b>	
- Eredeti (originális) operatív reorganizációs tervezés. - Származtatott (derivatív) operatív reorganizációs tervezés. .	

*Forrás:* Katits, 2010.

##### 5.10.5.1. A céltervezés

A reorganizációs eljárást kiváltó kritérium és a reorganizációra vonatkozó döntés teret ad a reorganizációs célok konkretizálásához, amelyeket a reorganizáció végrehajtása követ. Az elégtelen likviditási és jövedelmi helyzet helyreállításának célja csupán egy generális imperatívusz, de nem elegendő specifikus cselekvési utasítás az intézkedés tervezés számára a reorganizációs tervezés keretében. Sokszor a reorganizációs tervezés célkitűzései sokkal differenciáltabbak, például reorganizációs értékcélok, dologi célok, a munkaerőt érintő célok, stb., amelyeket további részcélokra bonthatunk. A célok ilyen részletezése célhierarchia felépítéséhez vezet. Az **5-17. ábra** példaszerűen mutatja a lehetséges célokat a reorganizációs tervezés keretében.

### ■ A reorganizációs értékcélok tervezése

Itt elsősorban a **likviditási cél** meghatározásáról és egy **tartós kalkulált, minimális elvárt nyereség** rögzítéséről van szó. A **likviditási cél** meghatározása alapvetően nem problémamentes, mivel **kényszerű előfeltétel** minden sikeres reorganizáció számára az **(időtartam szerinti) fizetőképesség kifejeződésére**. Ennek a domináns célnak a megvalósításához meg kell határozni a mindenkor rendelkezésre álló **likviditási tartalékok nagyságát** (honnan és hogyan biztosíthatjuk). A likviditási tartalékok nagysága egyúttal vállalkozásunk **kockázatvállalásának** kifejeződése. A reorganizációs tervezési folyamatban résztvevő csoportok áldozatvállalásra csak akkor készek, ha tartósan elérhető, minimálisan elvárható adózott nyereséggel számolhatnak, ami éppen a válságba jutott vállalkozásunk stabilabb jövőbeni siker esélyeinek a hordozója. A nyereség mint a válságba jutott vállalkozásunk jövőbeni stabil fejlődésének a motorja, nemcsak a többi hitelező számára döntő jelentőségű, hanem a munkavállalók számára is egy fontos alap, például a munkahelyek hosszú távú biztosítása vagy bármilyen egyéb, személyi jellegű kifizetés érdekében. A kitűzött (minimális) nyereség nagysága, mint általános célelőírás, a reorganizációs eljárásban résztvevő csoportok közötti egyezségi tárgyalás tipikus tárgya.

### ■ A reorganizációs dologi célok tervezése

A hosszú távú (minimálisan) elegendő (adózott) nyereség lehetővé teszi a válságba jutott vállalkozásunknak az elmaradhatatlan és megfelelően prognosztizált termékeit, termék-csoportjait – mint sikerpotenciálokat – gyártani a reális piaci részesedés feltevése mellett. A dologi célok rögzítése a megkövetelt potenciálok adatai, amelyek a létező sikerpotenciálok stratégiai elemzéséből származnak

### ■ A reorganizációs munkaerőt érintő célok tervezése

Itt általában a vállalkozásunk jövőbeni magatartás- és viselkedési módozatainak célul kitűzött megjelenési formáit értjük az alkalmazottakkal, a tőkejuttatókkal, az üzleti partnerekkel és a nyilvánossággal szemben. A humáncélok középpontjában vállalkozásunk alkalmazottai állnak a munkahelymegtartás vonatkozásában. Ez a célelőírás, a reorganizációs tervezés keretében, különösen vitatott elem. E mellett – a gyakorlatban is jól ismert – jelentős célelőírás válságba jutott vállalkozásunk megnyilvánulási formája és viselkedésének módozata a nyilvánossággal szemben a teljes reorganizációs eljárás alatt és utána is.

5-17. ábra: Példa a lehetséges célokra a reorganizációs tervezés keretében

Megnevezés	Számszerűsíthető	Nem számszerűsíthető
<b>Elengedhetetlen előfeltétel</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Időtartamra vonatkozó fizetőképesség helyreállítása és tartós biztosítása</li> <li>- Tartós, elegendő (adózott) nyereség elérése</li> </ul>
<b>Generális imperatívusz</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>- A hitelezői, a tulajdonosi és a munkavállalói érdekek figyelembe vétele</li> <li>- A vállalkozás fenntartása a meglévő szervezeti formában és méretben</li> <li>- A vállalkozás tekintélyének biztosítása a nyilvánosság előtt</li> </ul>
<b>Értékcélok</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Egy tartós, kalkulált adózott eredmény elérése, például minimum 5 millió HUFos értékben a reorganizáció befejezése után.</li> <li>- A saját tőke emelése, például a mérleg főösszeg 20 százalékaival.</li> <li>- Adózott nyereség elérése, például minimum 10 millió HUFos reorganizációs kiadás felhasználásával.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- A mindenkor rendelkezésre álló likviditási tartalékok kiépítése/biztosítása</li> <li>- A belső finanszírozási források (visszatartott nyereség, amortizáció, likvid eszközök) előteremtése</li> </ul>
<b>Dologi célok</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Termékprogram redukálása a jelenleg előállított termékek/termékvariációk – mondjuk – 70 százaléka.</li> <li>- Az exportképes termékek emelése a teljes termékprogram – mondjuk – 30 százaléka.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Az eddigi diverzifikációs stratégia feladása</li> <li>- A termelés koncentrációja</li> </ul>
<b>Munkaerőt érintő célok</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Munkahelyek biztosítása a meglévő alkalmazotti létszám legalább 75 százalékának.</li> <li>- A szociális kiadások korlátozása egy adott összegben.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Személyi kontinuitás biztosítása a felső vezetésben</li> <li>- A saját vezetési erő kihasználása</li> <li>- Az információs politika javítása hitelezőkkel, piaci partnerekkel, államhatósággal, s általában a nyilvánossággal szemben</li> </ul>

#### 5.10.5.2. Az intézkedéstervezés

A reorganizációs tervezés keretében a reorganizációs célkitűzések kijelölik az intézkedéstervezést. Itt meghatározzuk nemcsak a vállalkozásunk reorganizációjának az időtartamát, hanem az azt követő konszolidálási és növekedési fázisát is. Ez tartalmazza egyrészt a stratégiai reorganizációs intézkedések tervezését (stratégiai reorganizációs tervezést), másrészt pedig az operatív reorganizációs intézkedések tervezését (operatív reorganizációs tervezést).

#### ■ A stratégiai reorganizációs tervezés

A stratégiai reorganizációs tervezés keretében meghatározzuk a válságba jutott vállalkozásunk hozamerejének helyreállításához és tartós biztosításához szükséges hosszútávon ható, a vállalati működés egészére kiterjedő és a létező potenciálok esetleges változtatásaira irányuló intézkedések összességét. A stratégiai reorganizációs tervezés súlypontjai a reorganizációt érintő **üzleti tér tervezése, egy ésszerű jogi struktúra/szervezeti felépítés tervezése és a vállalkozás vezetési erejének tervezése**. Ezeknek az intézkedéseknek a tervezése a stratégiai reorganizációs tervezés kétség nélkül legnagyobb jelentőségű tervezését jelenti. Az **5-19. táblázatban** közöljük a stratégiai reorganizációs tervezés példaszerű cselekvési lehetőségeit.

##### • Az üzleti tér tervezése

Itt a reorganizációs tervezés tárgya az összes jövőben releváns termék/termékprogram a hozzá tartozó potenciálokkal, a mindenkori (előre jelzett) vevői kívánságokból eredően.

#### **5-19. táblázat: A cselekvési lehetőségek a stratégiai reorganizációs tervezés keretében**

**A vállalkozás üzlettere** (termékekkel, termékprogramokkal a mindenkori piacokon és potenciálokon)

- Kooperáció azokkal a piaci partnerekkel, akik rendelkeznek jövőbeli potenciálokkal (például termékkel, *know-how*-val, stb.).
- A problémás (alacsony fedezetű vagy kevésbé piacképes) termékek kivonása a termékprogramból.
- Az új termékek/szolgáltatások bevezetése saját kutatással és fejlesztéssel.
- A jövőt hordozó termékek piaci részesedésének kiépítése és növelése az öröklött üzleti területeken.
- Új üzleti területek, piacok feltárása.
- Megerősített piaci jelenlét az EU országaiban.
- HR kiépítés.
- A késztermékek technológiai változtatása.
- A termelési lépcsőfokok mérséklése vagy pedig növelése (*make-or-buy*-döntések).
- A veszteséges üzletrészek, profilok (egészben vagy részben történő) értékesítése.
- A nyersanyag bázis biztosítása hosszú távú szerződésekkel/kooperációkkal.
- A működéshez nem szükséges tárgyi eszközök eladása, adott esetben áttérés a lízingre.
- A termelésközi raktárak megszüntetése, áttérés közvetlen szállításra bel- és külföldön.

#### **A vállalkozás jogi/szervezeti struktúrája**

- Változás a vállalkozási formában.
- Változás a tulajdonosi struktúrában (például egy új tulajdoni majoritásban levő tag bevonásával).
- A szervezeti felépítés változtatása (szakmai területek átvételével).
- Telephelyek, fióktelepek beillesztése.
- Többségi részesedés eladása.
- A központi szerviz funkcióknak (például reklám, biztosítási részleg) jogilag független önállóságot biztosítani.

- Az információs rendszer átalakítása.

#### **A vállalkozás vezetési ereje**

- Az operatív vezetés (igazgatóság, ügyvezetés) és pénzügyi ellenőrzés (felügyelő bizottság, könyvvizsgáló) megtartása változatlan összetételben.
- A topmenedzsmenten belül funkciók átvétele.
- A topmenedzsment részleges/teljes változtatása.
- A topmenedzsment feladatainak újra szervezése személyügyi konzekvenciákkal, vagy pedig nélkülük.
- Tanácsadók alkalmazása a reorganizációs munka végrehajtásához.
- Tanácsadók bekapcsolása speciális (például jogi, pénzügygazdasági, technológiai, marketing) problémák megoldásához.
- A saját vezetési utánpótlás 'kinevelése'.

*Forrás: Katits, 2010.*

- **A vállalkozás jogi/szervezeti struktúrájának tervezése**

Ha a bajba jutott vállalkozásunk jogi formája megmarad, akkor viszont változhat a tulajdonosi struktúrája (például többségi részesedés – abszolút vagy relatív – változása által). Ez a változtatás gyakran képezi a reorganizációs stratégiák magvát. Ebben az esetben a vállalatértékelés központi jelentőségű, különösen akkor, ha vállalkozásunknak több, jogilag önálló egységei vannak. Ezeknek az egységeknek az elidegenítése/megszüntetése, s egyúttal értékelése hosszas egyezségi folyamat tárgya lehet. A jogi struktúra érintése nélkül, de a tulajdonviszonyok változása gyakran feltételezi a **meglevő szervezet felépítés változtatását**. Tartalmilag a szervezeti felépítés tervezésénél a feladat- és kompetencia területek meghatározásáról és a vezetési hierarchia rögzítéséről van szó. Különböző pedig bármilyen változás történik a válságba került vállalkozásunk termékprogramjában és működési potenciáljában, ennek alkalmazkodási következménye a szervezeti felépítés struktúrája – és nem fordítva! Tény viszont az, hogy a nem megfelelő szervezeti formaváltás a reorganizációs koncepció valóra váltását megghiúsíthatja, még annak ellenére is, ha ez a koncepció pénzügyi szempontból teherbíró. A szervezeti forma tervezése ezért éppen különös jelentőségű a stratégiai reorganizációs tervezés keretében.

- **A vállalkozás vezetési erejének tervezése**

A reorganizációs tervben rögzített koncepciónak a tartós sikere elválaszthatatlanul kapcsolódik vállalkozásunk vezetési erejének minőségéhez. A vezetés (mint intézmény) dönt a vázolt reorganizációs terv és az abban rögzített célok, valamint intézkedések bázisán, annak végrehajtásáról, vagy éppen mellőzéséről a válságba jutott vállalkozásunk sikeres továbblétezése érdekében. Az, hogy a vállalkozásunk vezetésének akut válsághelyzetben extrém követelményeket kell teljesíteni, közismert tény. A válságba jutott vállalkozásunk vezetésének többnyire nemcsak a tulajdonképpeni reorganizációs válságmenedzselési fázis alatt, hanem a következő, konszolidálási és a növekedés későbbi fázisában is ellát(hat)ja a tisztségét a reorganizációs célok kíséretében. Mindez előfeltételezi a vezetés rendkívüli képességét, amelynek vissza kell tükröződnie a stratégiai reorganizációs tervezésnél is, amely a reorganizációs eljárás keretében a vezetési struktúra egy új rendjét is körvonalazza. A stratégiai reorganizációs tervezés tartalmazza a vállalkozásunk vezetésével szemben támasztott követelményeket, a saját (adott esetben a külső) rendelkezésre álló vezetés megítélését, annak kiválasztását és végkielégítési rendszerének megállapítását. A gyakorlatban a válságba jutott vállalkozásunk jövőbeni vezetésének személyi összetételének meghatározása az egyezségi folyamat tárgya. Itt szó van a kulcspozíciók összetételéről is, mivel a meglévő és különösen az újabb részvényesek igényeinek eleget kell tenni. A meglévő vezetési struktúrát a meglévő feladat- és munkamegosztásban nem kötelező fenntartani. Ezt különösen akkor kell megfontolni, amikor az akut válság okai és problémái a meglévő vezérkart terhelik, avagy

éppen a baj okozásában ténylegesen ez a vezérkar a felelős. Minderre tekintettel kell lenni a reorganizáció idején. A vezetés korlátozott cselekvőképességét az is befolyásolhatja, hogy vezetést a válsághelyzet szinte meglepetésként éri, ráadásul ekkor éppen megmutatkozhat a 'képzési/tapasztalati *know-how* deficit' is. Ebben a helyzetben a külső tanácsadó értékes segítséget adhat, aki éppen rendelkezik a szükséges *know-how*-val, s a program kiépítése során fokozhatják a bizalmat a bajba jutott vállalkozás iránt.

### ■ Az operatív reorganizációs tervezés

A stratégiai reorganizációs tervezésnél a célok és a létező potenciálok változásából eredő hatások hosszú távúak és a vállalkozásunk egészére vonatkoznak. Az operatív reorganizációs tervezés során a döntéshozatal csak a rövid távú szempontokra irányul, csupán a reorganizációs fázist, vagy csak annak egy részét öleli fel. Nem kényszerűen vállalkozásunk egészét, hanem gyakran csak annak részterületeire (részfunkcióira) vonatkozó döntéseket érint.

Az operatív reorganizációs tervezésnek van egy ún. **eredeti (originális) és egy származtatott (derivatív) karaktere**, s ezzel kettős funkciót teljesít. Egyrészt **résztervezésként** szolgál a stratégiai intézkedések számára a reorganizációs tervezés keretében (derivatív tervezés). Másrészt pedig egy intézkedéstervezés az adott reorganizációs célokhoz (originális tervezés). Az **5-18. ábra** mutatja a lehetséges cselekvési alternatívákat az eredeti operatív reorganizációs tervezés keretében. Az operatív reorganizációs tervezés tipikus formája a **projekttervezés**, ahol is a 'projekt' egy célorientált, időben korlátozott akciókkal, rendszerint magas komplexitással, csekély ismételhetőséggel jellemezhető. A projektek szabályozzák minden egyes reorganizációs intézkedéstervezés lefolyását az akciótervek formájában a megkövetelt emberi és dologi potenciálokkal a felmerülő költségekkel bezárólag – komplex esetekben a **hálótervezési technikák** segítségével hívásával. Az **összetettebb reorganizációs eljárások** esetén tetemes számúak lehetnek a reorganizációs projektek, amelyek összességében a reorganizáció koncepcióját alkotják. Így az **egyes reorganizációs projektek koordinációja a legnagyobb komplexitású vezetési/menedzselési feladat**. Ez az alábbi **3 területre** kiterjed:

1. Az összes reorganizációs projekt és az egyes akciók közötti koordináció a vállalkozáson belül.
2. Koordináció az egyes reorganizációs projektek között.
3. Az egyes reorganizációs projekten belül az akciók koordinációja.

Itt máris kényszerűen adódik a (reorganizációs) pénzügyi tervezés keretében egyfajta **összehangolás** (kompatibilitás vizsgálat) szükségszerűsége a (reorganizációs) **nyereségtervezés** és a szokásos **likviditást érintő tevékenységek** között. A (reorganizációs) pénzügyi tervezés kifejezőereje tetemesen megemelkedhet minden egye reorganizációs projekt esetében. A **nyereségre és a likvidításra gyakorolt hatások számszerűsítését** megkönnyítik a számítógéppel támogatott matematikai modellek. Ezeket a gyakorlatban többnyire **szimulációs modellként** tételezhetjük az általunk választott absztrakciós szinten. Ezekkel a modellekkel vizsgálhatjuk a **vállalati reorganizáció által feltételezett változásoknál a belső és/vagy külső befolyásoló tényezőket** egyaránt.

**5-18. ábra: A lehetséges cselekvési alternatívák az operatív reorganizációs tervezés keretében**

<p><b>A vállalkozás rövid távú termelési programja</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Váltás a késztermék előállítás és külső beszerzés között.</li> <li>- A sorozat nagyságának megváltoztatása.</li> <li>- A kihasználatlan kapacitások hasznosítása például bér munkával, bérbeadással, stb.</li> <li>- A negatív fedezetű termékek kiiktatása.</li> </ul>				
<p><b>A vállalkozás funkcionális területei</b></p>				
<p><b>Beszerzés</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- A raktárkészletek leépítése</li> <li>- Újabb beszerzési források felkutatása</li> <li>- A rendelési volumen változtatása</li> <li>- Hasonló kínálatok versenyeztetése</li> <li>- Szállítási/raktározási költségek csökkentése</li> <li>- A rendelt termék raktározásának áthárítása a szállítókra</li> <li>- Értékelemzés/ABC analízis</li> </ul>	<p><b>Termelés</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Áttérés egy/több műszakra</li> <li>- A minőségi színvonal felülvizsgálata</li> <li>- A kivitelezési idő csökkentése</li> <li>- Karbantartás saját erőből</li> <li>- A határidők betartásának javítása</li> <li>- A termelésközi készletek leépítése</li> <li>- Költségkímélő</li> <li>- megtakarító program az anyag- és energiafelhasználás szempontjából</li> <li>- Az értékelemzés alkalmazása</li> <li>- Normaelőírások felülvizsgálata</li> </ul>	<p><b>Értékesítés</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ár/rabatt változtatás</li> <li>- Szerviz szolgáltatás kiépítése. színvonalának emelése</li> <li>- Az eladók számára prémiummegvonás</li> <li>- Reklámkampányok végrehajtása</li> <li>- Kiszállítási idő csökkentése.</li> <li>- Az elosztási szortimentek bővítése/szűkítése.</li> <li>- A szállítási funkciók átvétele/kiadása.</li> <li>- A termékmegőrzés biztosítása.</li> <li>- A vevői bonítások vizsgálata.</li> </ul>	<p><b>Pénzügyek</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- A követelésbehajtás gyorsítása.</li> <li>- Faktoring alkalmazása.</li> <li>- Kifizetések felülvizsgálata.</li> <li>- Hitelvolumen behatárolása.</li> <li>- A skontó/fizetések meghosszabbításának jobb kihasználása.</li> <li>- A szállítói hitelek kihasználása és összehangolása a kinnlevőségek behajtásával ("a vevő finanszírozza a szállítót").</li> <li>- A kötelezettségek lejáratának összehangolása az eszközök likviditásának megfelelően.</li> <li>- Árfolyam kockázat elleni védekezés.</li> </ul>	<p><b>Személyi</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Felvételi stop.</li> <li>- Rövidített munkaidő.</li> <li>- Túlóra, vagy annak növelése.</li> <li>- Elbocsátást összehangolni a piaci és a termelési programmal.</li> <li>- Szociális kiadások leépítése.</li> <li>- Korkedvezményes nyugdíjazás.</li> <li>- Béremelési stop.</li> </ul>

Forrás: Saját szerkesztés

## 5.10.6. A vállalati reorganizáció folyamata

A továbbiakban a reorganizációs folyamat technikai lépéseit foglaljuk össze. A megfelelően szervezett és irányított reorganizációs folyamat általában 5 jól elkülöníthető szakaszt foglal magában, amelyek mindegyike alapvető fontosságú a válságkezelés sikere érdekében (Katits, 2010)

### 1. szakasz: A likviditás fenntartása

A legtöbb esetben a reorganizációs folyamatot az akut válság problémáinak nagyon rövid időn belüli kezelésével kell kezdeni. A legtöbb probléma ezek közül tipikusan a vállalat likviditásával kapcsolatos, és belátható időn belül fenyegető készpénzhiány formájában jelentkezik.

Fontos

- és elsőrendű az erős pénzügyi kontroll kialakítása
- a megfelelő pénzügyi vezető kiválasztása, érdekeltségének megteremtése, felelősségtudatának kialakítása.

A finanszírozásra és a kinnlevőségek behajtására vonatkozó jogi szabályozás (engedményezés, faktorálás, tartozás átvállalás, fizetési felszólítás és megtagadás, stb.) adta lehetőségek teljes mértékű kihasználása is alapvető tényező.

A pénzügyi kontrollal megbízott vezető hatáskörébe kell, hogy tartozzon

- a kinnlevőségek behajtása,
- a vevők fizetőképességének rendszeres vizsgálata
- a cash flow rövid távú (heti, havi) naprakész előrejelzése.

A tapasztalat azt mutatja, hogy a sürgető finanszírozási problémák többnyire addig kezelhetők, amíg létezik nyereséges alaptervekenység. Ilyenkor a legtöbb hitelező bank is hajlandó áthidaló hitelt nyújtani a rövid távon szükséges forgatóke biztosítása érdekében.

Megemlítjük még azt, hogy a finanszírozási hiány rövid távú megoldásai között bizonyos szállítói tartozások kiegyenlítésének késleltetése is. Ez a finanszírozási forrás általában olcsóbb, mint egy rövid lejáratú hitelfelvétel, miután a szállítók késedelmi kamatnöveléseiket ritkábban tudják érvényesíteni.

Egyéb, azonnal esedékes lépések között említhető általában



- a munkaerő leépítése,
- periférikus eszközök és gépek értékesítése,
- kinnlevőségek faktorálása,
- engedményezés,
- a felesleges készletek értékesítése akár csökkentett áron is.

### 2. szakasz: Piaci és pénzügyi elemzés

(Itt csak felsoroljuk a szükséges lépéseket!)

#### - Piaci elemzés

A pénzügyi és gazdasági elemzés kiindulópontja a vállalat piaci lehetőségeinek elemzése, amelybe feltétlenül beletartozik:

- a vállalat pozíciójának elemzése  Portfólió technikák
- a pozíció változtathatóságának lehetősége 
- a várható piaci hatások felmérése.

Természetesen a piaci elemzés eredménye és a további lehetőségek felmérése alapvető a reorganizáció létjogosultságának kimondásához. Nyilvánvaló az, hogy minden egyes további elemzés folyamatosan kapcsolatban kell álljon és utaljon a piaci elemzés eredményeire.



### - Költségelemzés

A pénzügyi elemzésre koncentrálnak munkán belül kiemelt hangsúlyt kell kapni a társasági költségszerkezet vizsgálatának is. A tapasztalat azt mutatja, hogy a legfontosabb, de ugyanakkor a legmegbízhatatlanabb információk általában a vállalat költségzámítási eljárásaihoz és módszertanához kapcsolódnak. Az értékesítés volumenére és a bevételre vonatkozó adatok többé-kevésbé ismertek, mint a termelés költségei. A vállalatok azonban jellemzően nem rendelkeznek átfogó ismeretekkel költségbázisukról, következésképpen nincs megbízható információjuk az összes költségről, és ezáltal működésük általában folyamatosan veszteségtermelő. Alapvetően fontos ennek a problémának a végére járni. A feladat megoldását a társaság költségszerkezetének és költségelosztási módszertanának átfogó elemzésével érdemes kezdeni.

- A meglevő költség elszámolási rendszer felülvizsgálata.
- Az optimális, a vállalat tevékenységét figyelembe vevő költségelosztás kialakítása.

A vizsgálat célja

- megállapítani a veszteséges termékek körét;
- meghatározni az egyes termékek fedezeti pontját;
- felmérni azt, hogy milyen mértékű üzemi eredmény elérésére képes.

A társaság potenciális, üzemi szintű jövedelemtermelő-képességének felmérése érdekében szükséges a következők végrehajtása:

- termékcsopontonkénti, illetve termékenkénti önköltségzámítás;
- teljes körű (határ)költségelemzés, amely kitér a fix és a változó költségek elkülönítésére;
- érzékenységi vizsgálatok, amelyek a különböző termékekre és termékcsoportokra, illetve a közöttük fennálló költségkapcsolatokra vagy hatásokra, köztük a mennyiségváltozás hatására vonatkoznak (az *ÁKFN*-komponensek változtatásának hatása a nyereségre, valamint a volumenváltozás hatása a nyereségre);
- megfelelő módszertan meghatározása a fel nem osztott költségek és a pénzügyi kiadások felosztására, valamint a fel nem osztott költségek megtérülési rátájának kiszámítására a különböző termékekre és termékcsoportokra vonatkozóan;
- az eredménykimutatást támogató rövid távú előrejelzés készítése a vezetők minél jobb információ ellátásának érdekében.

### - A cash flow elemzés

A pénzügyi elemzés másik fontos területe a rövid távú (havi, éves) cash flow előrejelzés elkészítése. Ennek az a célja, hogy

- megállapítható legyen a társaság adósságszolgálati kapacitása;
- felbecsülhető legyen a pénzügyi reorganizáció nagysága és típusa iránti igény;
- meghatározható legyen az a legmegfelelőbb tőkeszerkezet, amit a társaságnak fenn kellene tartani.

Az előrejelzésekben nyilvánvalóan figyelembe kell venni a reorganizáció költségeit is.

### 3. szakasz: A reorganizációs terv kidolgozása

A pénzügyi elemzés és a társaság üzleti tevékenységének megismerése alapján nyílik mód a válságkezelés szempontjából alapvető fontosságú átfogó reorganizációs terv kidolgozására. Ez a terv a vállalati gazdálkodás számos területét kell hogy átfogja, érintve a pénzügyeket éppúgy, mint a szervezeti felépítéssel és az operatív működéssel kapcsolatos kérdéseket. A reorganizációs tervnek nemcsak a finanszírozási szempontokat kell figyelembe vennie, hanem a társaság belső működésének különböző területeit is: az emberi erőforrásokat, a szervezeti felépítést, a bér- és az ösztönzési rendszert, a továbbképzési politikát, a tervezési rendszert, a beszerzési politikát, a belső elszámoló árakat, a készpénzforgalom ellenőrzését stb.

A reorganizációs terv egyrészt a megvalósítandó ésszerűsítési lépésekre koncentrálnak, másrészt azokra a ráfordításokra és hozamokra, amelyeket a reorganizáció hosszú távon maga után von.

#### **- A reorganizáció által érintett területek**

Általában – és a tapasztalat azt mutatja minden esetben – megtalálhatjuk azokat a pénzügyi és üzleti vonatkozású kulcsterületeket, amelyek alapvetően befolyásolják a vállalkozás jövőbeni életképességét, és ezeknek a területeknek a megfelelő értékelésére megfelelő időt kell fordítani.

Ezek tipikusan a következők:

- a pénzügyi információk pontossága, valóságtartalma, megbízhatósága, a belső vezetői információs rendszer működése;
- az aktuális pénzügyi helyzet jelentősége, mint a reorganizáció esélyét meghatározó tényező,
- az egyes területek vezetőinek kompetenciája;
- hosszú távú szerződések felülvizsgálata;
- értékesítési- és kereskedelempolitika, valamint a marketingstratégia;
- a termékszerkezet felülvizsgálata, új vagy kiegészítő termékek kifejlesztése;
- a vállalat technológiai igényei, technológiai ésszerűsítés, a minőségbiztosítás vizsgálata, logisztikai rendszere;
- a K+F, illetve a költségracionalizálás által megkívánt beruházások számbavétele;
- az értékesíthető felesleges eszközökből várható bevételek felmérése, eszközértékesítési programok kidolgozása.

Az előbb említett tényezőknek, illetve területeknek az értékelése és ellenőrzése alapvető a reorganizációs terv kidolgozásához, illetve a teljes válságkezelési eljárás folyamatos figyelemmel kíséréséhez.

#### **4. Az üzleti terv kidolgozása**

Az üzleti terv időhorizontja **közép távú**. A társaság **létjogosultságát és lehetőségeit** mutatja be, kitérve a finanszírozási igényekre, annak típusára, nagyságára és hosszára. Az üzleti tervnek már tartalmazni kell a sikeres gazdálkodás megteremtése érdekében megtett reorganizációs lépések várható hatásait. Az üzleti terv teremti meg annak lehetőségét, hogy a befektetők/hitelezők, valamint maga a társaság is tiszta és határozott képet kapjon a jövőben megkívánt és elvárt változásokról. Az üzleti terv teszi nyomon követhetővé azokat a megvalósítás teljes időszakán keresztül. Egy megfelelő, a befektetői és bankárkörben hatásos üzleti terv kidolgozása feltételezi, hogy azt átfogó pénzügyi vizsgálat támassza alá és foglalja magába annak eredményeit. Fontos az is, hogy az átszervezés várható hatásait reálisan, visszafogottan ítélik meg. (A túlzott optimizmust tükröző üzleti tervek igen gyakoriak, és a legtöbbször visszatetszést keltenek az olvasóban). A jó üzleti terv készítésénél figyelmet kell fordítani az értékesítés árbevételének növekedése és a forgótőke iránti igény növekedése közötti egyensúly megtartására, illetve az egyensúly esetleges felborulásához vezető veszélyekre. Az előrejelzések, feltételezések bizonyosságának bemutatása mellett az előrejelzések esetleges optimista és pesszimista variációinak elkészítése általában kedvező megítélésre talál az üzleti terv bírálói körében.

Az üzleti terv – reorganizáció esetén – tipikusan a következőket foglalja magában:

##### **1. Hosszú távú pénzügyi előrejelzések.**

a.) **Eredménykimutatásra** vonatkozó előrejelzés.

b.) **Mérlegre** vonatkozó előrejelzés.

c.) **Cash flow és forgótőke-elemzés**, különös hangsúlyt helyezve a szezonális/ciklikus változásokra és az ebből következő finanszírozási követelményekre.

d.) A **feltételezések és az alkalmazott módszertan** részletes magyarázata, különös tekintettel a kulcsterületekre vonatkozó feltételezésekre, az értékesítésre, árrésre, tőkeköltségre, forgótőkére, eszközértékesítésre.

e.) **Pénzügyi ráták elemzése.**

f.) **Adósságszolgálat és visszafizetés ütemezése.**

**2.** A fő területek feltételezéseire vonatkozó érzékenységi vizsgálatok és a **hitel-, illetve tőkestruktúra** különböző változataira vonatkozó elemzések.

**3. A tőkealapok forrása és azok felhasználása,** az elvárható hozam mennyisége és időzítése.

**4. Költségelemzés/költségfelosztás és a termék fedezete.** A társaság fix és változó költségei, illetve a közvetlen és a közvetett költségeknek az elemzése, ezek kapcsolata a termelés mennyiségével és az árakkal.

**5. Racionalizálási lehetőségek és ezek kihatásai.** Ezen belül hatékonysági vizsgálat a lehetséges költségmegtakarításokat szolgáló intézkedések kidolgozása érdekében, az intézkedések időzítése és a pénzügyi teljesítményre vonatkozó elvárható hatások.

**6. Termék- és piacelemzés,** amely kitér a versenytársak elemzésére, az iparágban elfoglalt pozíció értékelésére.

### **5. szakasz: Megvalósítás és monitoring**

A reorganizáció megvalósítása gyakorlatilag az 1. fázisban, a válság rövid távú kezelésével már megkezdődik, de a kulcsterületeket érintő teljes körű és intenzív reorganizációs munka a reorganizációs és az üzleti terv elkészítését, illetve annak az érintett felekkel (tulajdonos, hitelező, stb.) való elfogadtatását követően indul el. (A reorganizációs team optimális esetben a külső szakértővel rendszeresen együttműködve, együttgondolkodva végzi munkáját.)

A reorganizáció megvalósítása folyamán a legfőbb feladat annak biztosítása, hogy az előre meghatározott reorganizációs lépések megtétele késedelem nélkül megtörténjen. Ezeket a szükséges lépéseket a reorganizációs terv speciális részletezettségben kell, hogy ismertesse, bemutatva azok időzítését, illetve kijelölve az egyes lépésekért felelős vezetőket. A reorganizációs team érdekeltiségének megteremtése alapvető fontosságú; ez a vezetők foglalkoztatásának folyamatossága és anyagi járandóságuk a reorganizációs terv előrehaladásához való kapcsolásával teremthető meg. A szigorú monitoring eljárás bevezetése és alkalmazása is szükséges annak érdekében, hogy a tervtől való jelentősebb eltérések, a körülmények előre nem látott változása esetén a pénzügyek területéről érkező erre utaló jelzések minél előbb felismerhetők, észrevehetőek legyenek, és mód nyíljon a folyamat kedvező irányú befolyásolására. A reorganizáció hossza számos olyan tényezőtől függ, mint a folyamat következetes irányítotttsága, a belső ellenállás nagysága, a vállalat mérete, stb., de elmondható, hogy általában minimum két évig elhúzódik.

Az eddigieket összegezve az **5-20. táblázat** áttekinti a vállalati reorganizáció technikai lépéseit.

#### **5-20. táblázat: A vállalati reorganizáció technikai lépései**

<p><b>1. A vállalati likviditás fenntartása.</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li><input type="checkbox"/> Erős pénzügyi kontroll kialakítása.</li><li><input type="checkbox"/> A pénzügyi vezető kiválasztása, érdekeltiségének megteremtése, felelősségtudatának kialakítása.</li><li><input type="checkbox"/> Vagyon- és költségracionalizálás, kinnlevőségek csökkentése.</li></ul>
<p><b>2. Piaci és pénzügyi elemzés.</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li><input type="checkbox"/> Piaci elemzés.</li><li><input type="checkbox"/> Költségelemzés.</li><li><input type="checkbox"/> Cash flow előrejelzés.</li></ul>
<p><b>3. A reorganizációs terv kidolgozásának kulcsterületei.</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li><input type="checkbox"/> Belső vezetői információs rendszer.</li><li><input type="checkbox"/> Az aktuális pénzügyi helyzet.</li><li><input type="checkbox"/> Az egyes területek vezetőinek kompetenciája.</li></ul>

<input type="checkbox"/> Hosszú távú szerződések felülvizsgálata. <input type="checkbox"/> Értékesítési és kereskedelmi politika, marketingstratégia. <input type="checkbox"/> Termékszerkezet. <input type="checkbox"/> Vállalati technológia. Minőségbiztosítás. <input type="checkbox"/> K + F, a költségracionalizálás által megkövetelt beruházások. <input type="checkbox"/> Eszközértékesítési programok.
<b>4. Az üzleti terv kidolgozása.</b> <input type="checkbox"/> Hosszú távú pénzügyi előrejelzések. <ul style="list-style-type: none"> <li>• Eredménykimutatás, mérleg.</li> <li>• Cash flow és forgótőke elemzés.</li> <li>• Feltételezések és az alkalmazott módszertan.</li> <li>• Pénzügyi ráták elemzése.</li> <li>• Adósságszolgálat és a visszafizetés ütemezése.</li> </ul> <input type="checkbox"/> Hitel-, tőkestruktúra változatokra vonatkozó elemzések. <input type="checkbox"/> Tőkealapok forrása és azok felhasználása. <input type="checkbox"/> Költségelemzés, -felosztás és a termék fedezete. <input type="checkbox"/> Racionalizálási lehetőségek és ezek kihatásai. <input type="checkbox"/> Termék- és piacelemzés.
<b>5. Megvalósítás és monitoring.</b> <input type="checkbox"/> Időzítés. <input type="checkbox"/> Reorganizációs team. <input type="checkbox"/> Jelzések.

### 5.11. A vállalkozás megszűnése

Amikor nincs remény a gazdálkodó szervezet talpra állítására, a megszűnés, illetve megszüntetés lépéseit kell megtenni.

A **társas vállalkozás megszűnésének esetei**<sup>22</sup> az alábbiak lehetnek:

- A létesítő okiratban meghatározott időtartam eltelt vagy más megszűnési feltétel megvalósult. Ez azt jelenti, hogy a társaság alapításakor írásban rögzítenek egy időszakaszt, vagy feltételt a létesítő okiratban, amelynek bekövetkezésekor a vállalkozás megszűnik.
  - A társaság tagjainak száma – kivéve a kft-t és az rt-t – egy főre csökken, és három hónapon belül nem jelentenek be a cégbíróságnál új tagot.
  - A cégbíróság megszűntnek nyilvánítja.
  - A társaság elhatározza jogutódlással történő megszűnését (átalakulását).
  - A társaság elhatározza jogutód nélküli megszűnését, s itt a végelszámolásra vonatkozó rendelkezéseket kell alkalmazni.
  - A bíróság a társaságot felszámolási eljárás során megszünteti.
- Gazdaságunk jelenében az utóbbi két eset a tipikus.

#### 5.11.1. A sikertelen csődegyezség és felszámolás

A társaságot a bíróság **felszámolási eljárás** során megszünteti akkor, ha **az adós fizetéseképtelen**. A bíróság a fizetéseképtelenséget akkor állapítja meg, ha az adós

<sup>22</sup> Itt nem foglalkozunk az egyéni vállalkozásokkal, mivel ez a munka és a hatályos Cstv. kizárólag a társas vállalkozásokkal (gazdálkodó szervezetekkel) foglalkozik.

- a szerződésen alapuló nem vitatott vagy elismert tartozását a teljesítési idő lejártát követő 15 napon belül sem egyenlítette ki vagy nem vitatta, és az ezt követő hitelezői írásbeli fizetési felszólítására sem teljesítette, vagy
- jogerős bírósági határozatban megállapított teljesítési határidőn belül tartozását nem egyenlítette ki, vagy
- az ellene folytatott végrehajtás eredménytelen volt, vagy
- a fizetési kötelezettségét a csődeljárásban kötött egyezség ellenére nem teljesítette, vagy
- a korábbi csődeljárást megszüntette,
- illetve a végelszámoló által indított eljárásban az adós tartozásai meghaladják a vagyont, illetőleg az adós tartozását (tartozásait) az esedékességkor nem tudta vagy előreláthatóan nem tudja kielégíteni, és az adós gazdálkodó szervezet tagjai (tulajdonosai) felhívás ellenére sem nyilatkoznak arról, hogy kötelezettséget vállalnak a tartozások esedékességkor történő kifizetéséhez szükséges források biztosítására.

Az adós fizetéseképtelensége esetén a felszámolási eljárást a bíróság lefolytatja az adós, a hitelező vagy a végelszámoló kérelmére, vagy pedig a cégbíróság értesítése alapján.

A felszámolási eljárás lefolytatását kéri

- az **adós**: a kérelem benyújtásához a tagság (kkt.,bt.), a taggyűlés (kft.), illetve a közgyűlés (rt.) előzetes egyetértésének megadását bizonyító okiratot, köteles mellékelni a 3 hónapnál nem régebbi mérleget (egyszerűsített mérleget), az adószámát, a hitelezők névsorát, a hitelek összegét és a lejáratok időpontját, a közzétételi költségtérítés befizetését igazoló okiratot. Nyilatkoznia kell arról, kér-e a tartozás kiegyenlítésére haladékat. Köteles értesíteni a bankszámláit vezető összes pénzügyintézetet.

- a **hitelező**: a kérelemben meg kell nevezze az adós tartozásának jogcímét, a lejárat időpontját és annak rövid ismertetését, miért tartja az adóst fizetéseképtelennek. Csatolni kell ehhez bizonyítékait (számlák, szerződések, fizetési felszólítások, stb.)

Ha a felszámolási eljárást a hitelező kérte és a bíróság a kérelmet érdemi vizsgálat nélkül nem utasította el, akkor a bíróság a kérelem benyújtásáról az adóst haladéktalanul értesíti. **Az adós** köteles az értesítés kézhezvételétől számított 8 napon belül a bíróságnak nyilatkozni arról, hogy a tartozást elismeri-e. Amennyiben **a követelést elismeri**, úgy további 3 napon belül az adós köteles bankszámláit vezető valamennyi pénzügyintézetet tájékoztatni a felszámolási eljárás megindításáról. Ha **az adós a követelést nem ismeri el**, vagy nem nyilatkozik, akkor a bíróság a kérelmet vizsgálja, és annak eredményeként állapítja meg a fizetéseképtelenség tényét. A bíróság az adós kérelmére a tartozás kiegyenlítésére legfeljebb 30 napos határidőt engedélyezhet. Amennyiben a társaság fizetéseképtelenségét megállapító végzés jogerőre emelkedett, a bíróság elrendeli a cég felszámolását, és e végzését a Céglapban teszi közzé.

**Az adós fizetéseképtelen akkor, ha vagy**

- a nem vitatott tartozását, az esedékességet követő 60 napon belül, nem egyenlítette ki,
- a vele szemben folytatott végrehajtás eredménytelen volt,
- a fizetési kötelezettségét a megkötött csődegyezség (még a csődeljárásban) ellenére nem teljesítette.

A felszámolási eljárásról szóló végzés meghozatalával egyidejűleg **a bíróság kijelöli és értesíti a felszámolót**. A felszámolóként kijelölhetőek körét a Kormány rendelettel állapítja meg, és a felszámolók névjegyzékében szerepel. (Felszámolónak a felszámolást megelőző csődeljárásban kirendelt vagyongazdálkodó is kijelölhető.) A bíróság a felszámoló kijelölésével egyidejűleg rendelkezik arról, hogy a kijelölt felszámoló a felszámolás kezdő időpontjáig ideiglenes vagyongazdálkodóként jár el, ha a hitelező a felszámolási eljárás iránti kérelem benyújtásával egyidejűleg vagy azt követően a felszámolást elrendelő végzés meghozataláig ezt kezdeményezi. A felszámolást elrendelő jogerős végzés közzététele esetén a felszámoló díját az adós viseli. A felszámoló az adós felszámolásának lefolytatására felszámolóbiztosítást nevez ki, aki büntetlen előéletű, nem áll közügyektől vagy foglalkozásának gyakorlásától

eltiltás hatálya alatt. Felszámolóbiztosnak csak szakirányú szakképzettséggel rendelkező személy nevezhető ki. A felszámolóbiztos a felszámolóval létesített munkaviszonya, tagsági viszonya vagy megbízási jogviszonya alapján, annak nevében jár el. Nem nevezhető ki felszámolóbiztosnak az a személy, aki 3 éven belül az adós foglalkoztatottja volt, vagy – a rendes gazdálkodás körébe eső ügyleteken kívül – az adóssal üzleti kapcsolatban állt. A felszámoló a kijelölést tartalmazó végzés kézhezvételétől – illetve akkor, ha a kizárási ok később következik be, annak bekövetkeztétől – számított 5 munkanapon belül köteles bejelenteni a bíróságnak a kizárási ok fennállását. A felszámoló a kijelölést csak ebben az esetben utasíthatja vissza. Ha a felszámoló a kizárási ok bejelentését elmulasztja, akkor a bíróság kezdeményezi a felszámolói névjegyzékből való törlését. A felszámoló a felszámolást elrendelő végzés kézhezvételétől számított 5 munkanapon belül köteles a kijelölt felszámolóbiztos nevét és lakóhelyét bejelenteni a bíróságnak. A felszámolót kijelölő rendelkezés ellen külön fellebbezésnek nincs helye. A bíróság 8 munkanapon belül végzést hoz a felszámoló felmentéséről és új felszámoló kijelöléséről akkor is, ha azt a hitelezői csoportok mindegyikében a hitelezők több mint a fele kéri. (A hitelezők a felszámoló felmentését csak egyszer, az első hitelezői gyűlést követő 15 napon belül kérhetik.) A felmentett felszámoló haladéktalanul köteles az adós iratanyagát és vagyonát átadni az új kijelölt felszámolónak, és tételes kimutatást kell készítenie a szerződésekről, folyamatban lévő eljárásokról, értékesítésekről, továbbá közbenső mérleget is kell készítenie. Nyilatkoznia kell arról, hogy a mérleg az adós vagyoni helyzetéről valós és megbízható képet ad. Ezek elmulasztása esetén a bíróság – a 2009-ben hatályos törvény szerint – 500 000 HUFig terjedő bírsággal sújthatja. (A felszámolók kijelölésére vonatkozó adatok a Céglépcső honlapján keresőprogram segítségével is megismerhetők.)

#### **A felszámolás alatt álló gazdálkodó szervezet vezetője köteles**

- a felszámolás kezdő időpontját megelőző nappal **záróleltárt**, valamint **éves beszámolót** (egyszerűsített éves beszámolót) (a továbbiakban együtt: tevékenységet lezáró mérleget) készíteni, azt a felszámolás kezdő időpontját követő 30 napon belül a felszámolónak és az adóhatóságnak átadni és nyilatkozni arról, hogy az adós vagyoni helyzetéről valós és megbízható képet ad, továbbá nyilatkozni arról is, hogy a mérleg elfogadása óta az adós vagyoni helyzetében milyen lényeges változások történtek,
- a nem selejtezhető és titkos minőségű iratokról iratjegyzéket készíteni, és azokat, az irattári anyagot, valamint a **vagyont leltár szerint** átadni a felszámolónak, a folyamatban lévő ügyekről, eljárásokról tájékoztatást adni, továbbá nyilatkozni arról, hogy valamennyi vagyontárgyra, iratra vonatkozóan teljesítette az átadási kötelezettségét,
- a felszámoló kérésére az adós felszámolás előtti tevékenységével kapcsolatos **tájékoztatást** megadni, a felszámoló tevékenységét elősegíteni.

A hitelező vagy – az adós nevében – a felszámoló a felszámolási eljárás ideje alatt keresettel kérheti a bíróságtól annak megállapítását, hogy azok, akik a gazdálkodó szervezet vezetői voltak, a felszámolás kezdő időpontját megelőző 3 évben, a fizetéseképtelenséggel fenyegető helyzet bekövetkeztét követően ügyvezetési feladataikat nem a hitelezők érdekeinek elsődlegessége alapján látták el, és ezáltal a gazdálkodó szervezet vagyona csökkent, vagy a hitelezők követeléseinek teljes kielégítését megghiúsították, vagy elmulasztották a környezeti terhek rendezését. Ha többen közösen okoztak kárt, felelőségük egyetemleges. A fizetéseképtelenséggel fenyegető helyzet bekövetkezte az az időpont, amelytől kezdve a gazdálkodó szervezet vezetői előre látták vagy ésszerűen előre láthatták, hogy a gazdálkodó szervezet nem lesz képes esedékességkor kielégíteni a vele szemben fennálló követeléseket. A keresetben vagyoni biztosíték nyújtása is kérhető a hitelezők követelésének kielégítése céljából. Jognyilatkozatot csak a felszámoló tehet a társaság vagyonával kapcsolatosan **a felszámolás kezdő időpontjától**. Ettől kezdve **az adós cég** nevét a „felszámolás alatt”, illetve f. a. toldattal kiegészítve kell használni és **valamennyi tartozása lejárttá** (esedékessé) **válik**. A

szerződésekben teljesítési határidőt kötnek ki, vagy a szolgáltatás rendeltetéséből kitűnik a határidő, s ennek eredménytelen elteltekor (lejáratakor) válik esedékessé a tartozás, vagy más esetekben a jogosult felszólítása teszi esedékessé a követelést. Az esedékesség következménye a késedelmi kamatfizetési kötelezettség, hiszen innentől kezdve esik késedelembe a kötelezett. A felszámolónak haladéktalanul be kell jelentenie az adós számláit vezető pénzügyi intézményeknek a kijelölését tartalmazó jogerős végzést, és hitelt érdemlő módon igazolt aláírását.

A felszámolás során csak olyan **követelés** számítható be, amelyet a **felszámoló elismertként nyilvántartásba vett**, és amelynek tekintetében a felszámolás kezdő időpontját – vagy ha a követelés később keletkezett, a keletkezését – követően nem került sor engedményezésre. Az adóssal szemben fennálló olyan követeléseket, amelyeket a felszámolás közzétételétől számított 40 napon túl, de 180 napon belül jelentettek be, a felszámoló nyilvántartásba veszi, és kielégíti akkor, ha a tartozások kiegyenlítése után van rá vagyoni fedezet.

A **bíróság szerepe** megnövekszik a csődeljáráshoz képest, ott csak a törvényesség felügyelete volt a feladata, itt a **jogviták eldöntése** is hozzátartozik. A **hitelezők** jogosítványai is megnönek a csődeljáráshoz képest. A **hitelezők választmányokat alakíthatnak** érdekeik védelme céljából. A hitelezői választmány megalakítása céljából a felszámoló a felszámolást elrendelő végzés közzétételi időpontjától számított 75 napon belül köteles a nyilvántartásba vett hitelezőket összehívni. Ellenben a felszámoló eltekinthet a hitelezői választmány megalakításának kezdeményezésétől akkor, ha a felszámolás folyamán nyilvánvalóvá válik az, hogy egyszerűsített felszámolás bejelentése szükséges, de a hitelezői gyűlést ebben az esetben is össze kell hívni. A hitelezők érdekeik képviselőjére írásban, hitelt érdemlő módon képviselőt jelölhetnek ki. A **felszámoló a hitelezői választmánynak** (a hitelezők képviselőjének) **negyedévente elszámolást és jelentést** küld a tevékenységéről, az adós vagyoni és pénzügyi helyzetének alakulásáról és a felszámolási költségekről. A hitelezők **választmányban és egyénileg is gyakorolhatják jogaikat**, így megtámadhatják az adós ingyenesen vagy feltűnően aránytalan értékkülönbséggel megkötött visszerthes jogügyleteit, egyezséget köthetnek, tájékoztató, kifogásolási és fellebbezési joguk van. Az adós és hitelező között **bármikor megegyezés** születhet a **felszámolási eljárásban**. Az egyezségi tárgyalást a bíróság tűzi ki az adós kérelmére, amelyen a felszámoló is részt vesz. Az adósnak el kell készíteni az **egyezségi javaslatot és a fizetőképesség helyreállítására alkalmas programot**. Miután az egyezségi kötéssel a felszámolási eljárás befejeződik, **az egyezségben a kielégítési sorrend nem kötődik a felszámolás kielégítési sorrendjéhez**, kizárólag az adós és a hitelező megállapodásán múlik. Az egyezség lényegét az adós fizetőképességének helyreállítása jelenti. Az egyezség jóváhagyásánál, illetve megtagadásánál a bíróságnak vizsgálni kell a fizetőképesség megszűnését és a jogszabályoknak való megfelelést. A bíróság jóváhagyó végzésben dönt a felszámolási eljárás befejezéséről, s az egyezséggel így a felszámolás végére is pont kerül.

A **felszámolást elrendelő végzés közzétételét követő 40 nap eltelte után, a felszámolási zárómérleg benyújtásáig a hitelezők és az adós között bármikor helye van egyezségnek**. Mindazok, akik a felszámolási eljárásba hitelezőként nem jelentkeztek be, egyezségi kötés esetén az eljárás befejezését követően követelésüket az adóssal szemben nem érvényesíthetik. Egyezségekre akkor kerülhet sor, ha ahhoz az egyezség megkötésére jogosult hitelezők legalább fele minden csoportban hozzájárul, feltéve azt, hogy követelésük az egyezség megkötésére jogosultak összes követelésének a kétharmad részét kiteszi.

A **kiemelt feladatok a felszámolás időszaka alatt** a következők:

- A nyitó felszámolási mérlegben az értékkel nem szereplő eszközöket és a meglévő eszközöket (forrásokat) piaci értékre kell helyesbíteni a terven felüli értékcsökkenés vagy értékvesztés elszámolásával, vagy ezek visszairásával, illetve a közvetlenül az eredmény-elszámolással szemben.

- A felszámolónak bejelentett és a felszámoló által elfogadott kötelezettségeket nyilvántartásba vételi díj ellenében nyilvántartásba kell venni.
- A felszámoló által el nem fogadott vagy be nem jelentett kötelezettségeket a könyvekből ki kell vezetni.
- A korábban leírt, de elismert követeléseket a behajthatóság értékében nyilvántartásba kell venni.
- A nyitó felszámolási mérlegben szereplő céltartalékot fel kell oldani.

A felszámoló megtámadhatja a vállalkozás által a felszámolási kérelem benyújtási időpontja előtti 1 éven belül kötött szerződéseket. **Közbenső felszámolási mérleget** akkor kell készíteni, ha megfelelő mennyiségű pénzeszköz folyt be és áll rendelkezésre a hitelezői követelések kielégítésére, vagy azok részbeni teljesítésére. A felszámolás kezdetétől **évente kötelező** közbenső felszámolási mérleget készíteni, kivéve az egyszerűsített felszámolás esetét. A közbenső felszámolási mérleg célja az, hogy megbízható, hiteles helyzetfelmérés alapján történjen a hitelezők és a bíróság tájékoztatása a pénzügyi helyzetről. A rendelkezésre álló pénzeszközökből a várható költségekre és a vitás hitelezői igények fedezetére a pénzeszközökön belül tartalékot kell elkülöníteni, amelyről külön nyilvántartást kell vezetni. Tartalmazza a felszámoló által meghatározott mérleg fordulónapra vonatkozóan a vagyoni eszközöket, a kötelezettségeket és a saját tőke állományát könyv szerinti értéken, a bevételeket (árbevétel és egyéb bevételeket) és költségeket (ráfordítások) alakulásáról készített kimutatást és a szöveges jelentést. Tartalmában és felépítésében megegyezik a felszámolási zárómérleggel. Elkülönítetten kell kimutatni a pénzeszközök között a tartalék összegét, továbbá közölni kell a nyitó felszámolási mérleg adatait.

A hitelezői igények kifizetéséhez közbenső felszámolási mérleget kell készíteni, amit a bíróságnak is jóvá kell hagynia. A felszámolás kezdő időpontja után 2 év elteltével vagy a felszámolás befejeztével a társaságot törlik a cégjegyzékből. A felszámoló az egyezségkötés napjával köteles zárómérleget, valamint a bevételek és költségek alakulásáról készített kimutatást, záró adóbevallást és zárójelentést elkészíteni, és azokat az állami és az önkormányzati adóhatóságnak az egyezségkötést követő 30 napon belül megküldeni.

**A felszámolási zárómérleg összeállításának kiemelt két feladata:**

1. A meglévő vagyoni elemeket a zárómérleg fordulónapjával piaci értékre kell helyesbíteni a terven felüli értékcsökkenés vagy értékvesztés elszámolásával, vagy ezek visszairásával, illetve közvetlenül az eredmény-elszámolással szemben. Az eszközök forrásait könyv szerinti értéken, mérlegszerű felépítésben, egyező végösszeggel a felszámolás befejezésének időpontjában, a felszámoló által meghatározott mérleg fordulónappal tartalmazza.
2. A vagyoni elemeket felszámolásba be nem vonható, és felszámolásba bevonható csoportokba kell sorolni.

Az **5-21. táblázat** áttekinti a felszámolási zárómérleg kötelező tartalmát.

**5-21. táblázat: A felszámolási zárómérleg tartalma**

<b>Eszközök</b>	<b>Források</b>
Pénzeszközök <i>Könyv szerinti értéken</i>	Tartozások (kötelezettségek) <i>Könyv szerinti értéken</i>
Felszámolásba be nem vonható vagyoni eszközök <i>Könyv szerinti értéken</i>	Felszámolásba be nem vonható vagyoni eszközök között <i>feltüntetett összegben</i>
Felszámolásba bevonható vagyoni eszközök <i>Piaci értéken</i>	Felosztható vagyoni eszközök <i>Egyenlegként meghatározva</i>
Be nem hajtott követelések <i>Piaci értéken</i>	Fedezetlen kötelezettség (-) <i>Egyenlegként meghatározva</i>
<b>Eszközök összesen</b>	<b>Források összesen</b>



+ Eszközök összesen	
– Tartozások	
– <u>Felszámolásba be nem vonható vagyon</u>	
+ ↙	↘ –
<b>Felosztható vagyon</b>	<b>Fedezetlen kötelezettség</b>

Forrás: Katits, 2010.

A felszámolás zárómérleghez kapcsolódik még a bevételek és költségek alakulásáról készített kimutatás, a zárójelentés, a vagyonfelosztási javaslat és a záró adóbevallás.

A **felszámoló** részére a törvény különleges jogállást biztosít, aki a felszámolás elrendelésének közzétételével kapcsolódik az eljárásba. A bíróság rendeli ki, de nem a bíróság képviselőjének kell tekintenünk. Feladata alapján – a fizetése képtelen vállalkozás vagyonának rendezése, értékesítése, felosztása, a hitelezők minél nagyobb mérvű kielégítése végett – tekinthetnénk a hitelezők képviselőjének, azonban ez sem fedi a valóságot. A hitelezők érdekében kell dolgoznia ugyan, de az összes hitelező érdekében, így az egyes hitelezőkkel esetleg szembekerülhet. A felszámoló az adós cég képviselője, aki az adós nevében eljár, a Cstv. szerinti jogokat gyakorolja, elsődlegesen **az** adós vagyonának védelme érdekében köteles fellépni, s bár ez végső soron a hitelező érdekében történik, az egyezség útján fennmaradó adós érdekeit is szolgálhatja. A felszámolási eljárásban egyezség megkötésének akkor van értelme a hitelező szemszögéből, ha van felszámolás alá tartozó vagyon. Sajnos, az egyre növekvő számú felszámolás alá került cégeknek semmilyen vagyonuk nincsen. Végeredményben megállapíthatjuk azt, hogy a felszámolás elrendelése után a cél az, hogy a beteg részt a lehető legrövidebb időn belül eltüntessék a gazdasági életből, lehetőség szerint a legkisebb ráfizetéssel, s a felszámoló ennek a feladatnak a végrehajtója.

**A bíróságnak az eljárás befejezésekor is aktív szerepe van.** A tárgyalást kitűzi, a feleket, felszámolót megidézi, és kézbesíti a zárómérleget (záró egyszerűsített mérleget) és a vagyonfelosztási javaslatot. A nem értékesített vagyontárgyaknak a hitelezők közötti felosztásával bekövetkezett vagyonszerzés illeték- és ÁFA-mentes. A hitelezők nem kerülhetnek rosszabb helyzetbe a szerzéssel, mintha pénzzel elégitették volna ki őket. A felszámolás csúcspontja, az egész eljárás célja a hitelezők kielégítése. A legfontosabb dolog a hitelezők szempontjából a **kielégítési sorrendben** elfoglalt hely, hiszen ehhez kapcsolódik a **kompenzációs hányad és annak teljesítési ideje**. A kielégítési sorrend a következő:

- Felszámolási költségek (munkabér, bérjellegű juttatások, végkielégítés, hiteltartozás, adó- és járulékfizetési kötelezettségek, a felszámoló díja, stb.).
- A zálogjoggal, óvadékkal biztosított követelés. Ezek a biztosított követelések csak akkor élveznek privilegizált helyzetet, ha a felszámolási eljárás megindítása előtt 6 hónappal kötötték azokat.
- Járadék jellegű szolgáltatások. Szociálpolitikai szempontokat juttat érvényre ez a rangsorolás. (Ide soroljuk a tartásdíjat, életjáradékot, a kártérítési járadékot, bányászati kereset-kiegészítést, a mezőgazdasági szövetkezet tagja részére a háztáji föld vagy termény helyett adott pénzbeli juttatást, amely a jogosultat élete végéig megilleti.)
- Kötvényen alapuló követelések, a magánszemély nem gazdasági tevékenységből eredő más követelése (így különösen a hibás teljesítésből, a kártérítésből eredő követelések, a szakmában szokásos várható szavatossági vagy jótállási kötelezettségek felszámoló által számszerűsített összegét is ideértve), a kis- és mikro-vállalkozás, valamint a mezőgazdasági östermelő követelése.
- A társadalombiztosítási tartozások, a magán-nyugdíjpénztári tagdíj tartozások, az adók és adók módjára behajtható köztartozások, a visszafizetendő állami támogatások, valamint a víz- és csatornadíjak.

□ Egyéb követelések (szállítók). Ide tartozik az összes követelés, ami nem került az előző csoportba.

□ Késedelmi kamat, pótlék, bírság.

□ Követelések, amelyek jogosultja a gazdálkodó szervezet vezető tisztségviselője, vezető állású munkavállalója vagy azok közeli hozzátartozója, illetve élettársa, az adós többségi befolyása alatt álló gazdálkodó szervezet, valamint az adós ingyenes szerződése alapján fennálló követelések, továbbá a gazdálkodó szervezet többségi befolyással rendelkező tagjának (részvényesének) azon követelései, amelyek a fizetéseképtelenséggel fenyegető helyzet bekövetkeztét követően keletkeztek.

Amennyiben a felszámoló által benyújtott jelentés és vagyonfelosztási kérelem szerint az adósnak a felszámolási eljárás alatt nem volt sem bevétele, sem kiadása, úgy a felszámoló által készített jelentést, valamint a vagyonfelosztási javaslatot csak az állami és az önkormányzati adóhatóságnak kell megküldeni. A bíróság a jelentés és a beérkezett észrevételek, kifogások alapján végzéssel rendeli el az adós vagyonának, illetve be nem hajtott követeléseinek a hitelezők közötti felosztását, valamint az adós megszüntetését. A bíróság a **felszámolási zárómérleget** és a **vagyonfelosztási javaslatot (5-22. táblázat)** megküldi a hitelezőknek. Bármelyik a felszámolási zárómérlegben és a vagyonfelosztási javaslatban foglaltakat írásban kifogásolhatja. Ha a felszámolási zárómérleg és a vagyonfelosztási javaslat elkészítésére a felszámolás kezdetétől számított 2 év elteltéig nem került sor és a zárómérlegben szereplő, be nem hajtott követelések jogi sorsa nem rendeződött, akkor a bíróság a be nem hajtott követeléseket és az értékesíthetetlen vagyontárgyakat a hitelezők között – követelésük erejéig – a kielégítési sorrend figyelembevételével felosztja. Az értékesíthetetlen vagyontárgyaknak a hitelezők közötti felosztásával bekövetkezett vagyonszerzés illetékmentes.

**5-22. táblázat: A vagyonfelosztási javaslat tartalma**

Megnevezés	Elismert kötelezettség	Rendelkezésre álló eszközök	Felosztási javaslat
Felszámolásba be nem vonható vagyon			
Felszámolási költségek			
Zálogjoggal biztosított követelések			
Tartásdíjak			
Magánszemély követelése			
Társadalombiztosítási-kötelezettségek			
Adó- és köztartozások			
Egyéb kötelezettségek			
Késedelmi kamat			
Tartozások összesen			
Felosztható vagyoni eszközök			
<b>Összesen:</b>			

*Forrás:* Saját szerkesztés

A **felszámolási költségek** a következők:

- Az adóst terhelő munkabér és egyéb bérjellegű juttatások. Ideértve a munkaviszony megszűnésekor járó végkielégítést, valamint a kollektív szerződésben, illetve a munkaszerződésben meghatározott juttatásokat is. Továbbá ha a felszámolás kezdő időpontját megelőzően esedékessé vált munkabért és egyéb bérjellegű juttatásokat a felszámolás kezdő időpontja után fizették ki, akkor az ezeket terhelő adó- és járulékfizetési kötelezettség is (ideértve az egészségügyi hozzájárulást, illetve a magánnyugdíj-pénztári tagdíjat is).

- A felszámolás kezdő időpontja után az adós gazdasági tevékenységének ésszerű befejezésével, továbbá vagyonának megőrzésével kapcsolatos költségek. Ideértve a környezeti károsodások és terhek rendezésének költségeit, továbbá polgári jogi jogviszonnyal összefüggésben felmerült

kiadásokat, valamint az adósnak azokat a hiteltartozásait, adó- és járulékfizetési (ideértve az egészségügyi hozzájárulást, illetve a magánnyugdíj-pénztári tagdíjat is), kártérítési kötelezettségeit, amelyek a felszámolási eljárás kezdő időpontja utáni gazdasági tevékenységből keletkeztek, kivéve a nyereségből fizetendő adókat.

- A vagyon értékesítésével és a követelések érvényesítésével kapcsolatos igazolt költségek.
- Az adóst terhelő, a Munkaerő-piaci Alap bér garancia alaprészéből kapott támogatás.
- A felszámolással kapcsolatos bírósági eljárás során felmerült, a gazdálkodó szervezetet terhelő költségek.
- Az adós iratanyagának rendezésével, elhelyezésével és őrzésével kapcsolatos költségek.
- A felszámoló díja, amely tartalmazza a kiadásokat is.

**A munkáltató rendes felmondása esetén** felszámolási költségként – akkor, ha a felszámolás kezdő időpontját megelőzően legalább 1 évvel megkötött kollektív szerződés, illetve munkaszerződés magasabb összeget nem állapít meg – a munkavégzés alóli felmentési időre jutó átlagkereset és a végkielégítés azon összege vehető figyelembe, amely a munkavállalót a Munka Törvénykönyve alapján megilleti. E rendelkezés alkalmazásában az adós vezető állású munkavállalói tekintetében kizárólag a Munka Törvénykönyvében megállapított összeg vehető figyelembe.

**A felszámoló díjának összege** a felszámolás során az eladott vagyontárgyak árbevétele és a befolyt követelések pénzbevétele együttes összegének 5 százaléka, de legalább 100 000 HUF. Az adós felszámolás alatti tevékenysége esetén az ebből eredő árbevétel 2 százaléka vehető díjként figyelembe. A bíróság ettől különösen bonyolult ügyben eltérhet. Az egyszerűsített felszámolási eljárásban a felszámoló díja 300 000 HUF. Egyezség esetén a felszámoló díja az egyezség körébe vonható vagyon értékének 5 százaléka, de legalább 100 000 HUF. A bíróság a felszámolási zárómérleg és a vagyonfelosztási javaslat alapján végzéssel határoz a költségek viseléséről, a felszámoló díjazásáról, a hitelezők követelésének kielégítéséről, a bankszámlák megszüntetéséről és a központi értéktár megkeresésével az adós által kibocsátott értékpapírok érvénytelenítéséről, valamint kötelezi a felszámolót a még szükséges intézkedések megtételére. Ezzel egyidejűleg dönt a felszámolás befejezéséről és az adós megszüntetéséről, továbbá rendelkezik az adós leányvállalatának megszüntetéséről is.

**Az adós vagyonából ki nem elégített hitelezői követelések teljesítéséért az állam nem felel.** Ez nem érinti azokat a gazdálkodó szervezettel szemben fennálló követeléseket, amelyek teljesítéséért az állam külön jogszabály alapján felel. Az állam a vele szemben támasztott követeléseket – azok jellegétől függetlenül – pénzben is kielégítheti. (<http://www.ugyvezeto.hu>)

Ha a jelentésre észrevételt vagy kifogást nem nyújtottak be, a végzést a felszámoló által benyújtott jelentés és vagyonfelosztási javaslat beérkezésétől számított 90 napon belül kell meghozni. Amennyiben észrevételt vagy kifogást nyújtottak be, úgy ennek tárgyában a bíróság 8 munkanapon belül dönt.

**A bíróság** a felszámolási zárómérleg és a vagyonfelosztási javaslat alapján **végzéssel határoz**

- a költségek viseléséről,
- a felszámoló díjazásáról,
- a hitelezők követelésének rendezéséről,
- és a bankszámlák megszüntetéséről,
- kötelezi a felszámolót a még szükséges intézkedések megtételére.
- egyidejűleg dönt a felszámolás befejezéséről (külön végzéssel)
- az adós megszüntetéséről.

Az eljárás befejezését jogilag a **bírósági végzésnek a Céglapban való közzététele** szentesíti. A bírósági végzésben az adós társaság vezetőjét az eljárás költségeinek viselésére kötelezi akkor, ha az egyszerűsített felszámolási eljárásra a könyvvizetés, illetve a

nyilvántartások hiányosságai miatt került sor, vagy ha a vezető tisztségviselő a cég felszámolását megelőző 3 év közül bármelyikben nem tett eleget az éves beszámoló, az egyszerűsített éves beszámoló, az összevont (konszolidált) éves beszámoló külön jogszabályban meghatározott letétbe-helyezési és közzétételi kötelezettségének. Az eljárási költség megfizetéséért az adós gazdálkodó szervezet többségi befolyást biztosító részesedéssel rendelkező tagja (egyszemélyes társaság esetén a tag, külföldi székhelyű vállalkozás magyarországi fióktelepe esetén a külföldi székhelyű vállalkozás) kezesként felel. A külföldi székhelyű vállalkozás az említett kezesi kötelezettségéből eredő fizetési kötelezettségét nem teljesítheti a fióktelepe rendelkezésére bocsátott vagyonból. A bíróság felosztja a felszámoló által beterjesztett zárómérleg és a vagyonfelosztási javaslat alapján a vagyont. Megszünteti a bankszámlákat. Konkrétan megjelöli a felszámoló feladatát, a befejezést követő időszakra. Megszünteti a gazdálkodó szervezetet.

Amennyiben a felek a felszámolás során egyezséget kötöttek, úgy a bíróság az egyezséget jóváhagyja, és az eljárást befejezi, a Céglözlönyben közzéteszi. A fizetéseképtelenség meghatározásának fogalmából következik az, hogy előfordulhatnak olyan ügyek, amelyekben az eljárás befejezésekor az összes hitelező teljes kifizetése után az adós vagyonából még marad vagyonrész. Mi lesz ennek a sorsa? – A társas vállalkozások esetében – a létesítő okirat eltérő rendelkezése hiányában – a fennmaradó vagyont ugyanúgy kell felosztani, mint a végelszámolás esetében. A felszámolási eljárások között vannak olyanok, melyeket le kell ugyan folytatni, a vitás ügyeket lezárni, de az adós annyira fizetéseképtelen, hogy nincs értelme a hosszas eljárásnak, **a hitelezők egyáltalán nem jutnak követelésük kiegyenlítéséhez.** Előfordul az is, hogy az adós könyvvitele annyira hiányos, hogy lebonyolíthatatlan az eljárás. Ezeknek az eseteknek a megoldására vezette be a törvény az **egyszerűsített felszámolást.** A felszámoló a hitelezői igényt bejelentett hitelezőket (választmányt) tájékoztatja arról, hogy egyszerűsített felszámolás iránti kérelmet kíván a bírósághoz benyújtani. Egyúttal felhívja a hitelezőket, hogy ha tudomásuk van az adós bárhol fellelhető vagyonáról, illetve segítséget tudnak nyújtani az eljárás rendes szabályok szerinti lebonyolításához, azt 30 napon belül jelentsék be. A felszámoló – az adós gazdálkodó szervezet nyilvántartásai, illetve a könyvvezetés hiányosságai esetén – az adós cég vezetőjét felhívja arra, hogy amennyiben a gazdálkodó szervezet nyilvántartásainak, illetve könyvvezetésének hiányosságait nem pótolja, úgy egyszerűsített felszámolási eljárást fog kezdeményezni. Ez esetben is el kell készíteni a kimutatásokat és iratokat, de záró tárgyalás tartása nem kötelező, csak a felszámolót kell meghallgatni. Ezt követően rendelkezik a bíróság az eljárás befejezéséről, az adós társaság megszüntetéséről, a cégjegyzékből való törléséről, a hitelezők kifizetéséről. Itt a megjegyezzük azt, hogy felszámolásból csődeljárás nem indítható. Tehát felszámolási eljárást "élő" gazdálkodó szervezet ellen lehet indítani, s itt az eljárás végén a bíróság szünteti meg az adóst.

#### 5.11.2. A végelszámolás

Ha a **nem fizetéseképtelen társas vállalkozás jogutód nélkül megszűnik** – a fizetéseképtelenség miatt indított felszámolási eljárás esetét kivéve – akkor végelszámolásnak van helye. Erre a cég legfőbb szervének elhatározása alapján vagy a cégbíróság törvényességi felügyeleti eljárásban hozott határozata alapján (kényszer-végelszámolás) kerülhet sor. Nem lehet befejezni a végelszámolást, ha a céggel szemben hatósági vagy bírósági eljárás van folyamatban.

**A végelszámolási eljárásba vonható vagyon** a cég tulajdonában levő vagyon, amellyel a végelszámolás kezdő időpontjában rendelkezik,  
+ a végelszámolási eljárás tartama alatt szerez.

**A végelszámolás kezdő időpontja a jogutód nélküli megszűnésről rendelkező határozatban megállapított időpont,** ami nem lehet korábbi, mint a határozat kelte.

A cég legfőbb szerve határoz a cég jogutód nélküli megszűnéséről, megállapítja a végelszámolás kezdő időpontját és megválasztja a végelszámolót, aki bárki lehet akkor, ha a vezető tisztségviselővel szemben támasztott követelményeknek megfelel, és a megbízatást elfogadja. Lehet jogi személy vagy jogi személyiség nélküli gazdasági társaság is. A végelszámoló megválasztásakor a végelszámoló díjazásáról, illetve a feladat ellátásának ingyenességéről is rendelkezik. A társaság végelszámolását általában a vezető tisztségviselője látja el. Ez alól kivétel az, ha a cégbíróság rendel ki végelszámolót a társaság megszűntnek nyilvánítása esetében és – rt-nél – ha a szavazatok legalább egytized részét képviselő tagok kéri a cégbíróságtól más személy végelszámolóként való kirendelését. **Korlátlan felelősségű társaságnál** (kkt, bt) a végelszámolással kapcsolatos feladatokat a tagok által erre kijelölt személy látja el, aki leggyakrabban az üzletvezető. Ha a bt-nek csak beltágjai maradnak, akkor a társaság megszűnik, kivéve akkor, ha a tagok a társasági szerződés módosításával a társaságnak kkt-ként való tovább folytatását határozzák el. **A végelszámoló kijelölésével** (kirendelésével) a társaság tisztségviselőinek, képviselőinek és dolgozóinak cégjegyzési jogosultsága megszűnik, jogaikat és kötelezettségeiket a végelszámoló gyakorolja.

A végelszámolás **kezdő időpontját követő 45 napon belül** a cég korábbi vezető tisztségviselője (akkor is, ha a végelszámoló a korábbi vezető tisztségviselő)

- a végelszámolás kezdő időpontját megelőző nappal a számviteli törvény alapján a cég tevékenységét lezáró beszámolót készít, elvégzi mindazon feladatokat, melyeket számára a számviteli, az adóügyi vagy egyéb jogszabályok előírnak, és ezeket az okiratokat, valamint a cég iratanyagát a végelszámolónak legkésőbb a végelszámolás kezdő időpontjától számított negyvenötödik napon átadja,

- a folyamatban lévő ügyekről a végelszámolót tájékoztatja,

- a nem selejtehető és titkos minősítésű iratokról iratjegyzéket készít, és azokat, valamint az irattári anyagokat a végelszámolónak átadja,

- a végelszámolás megindításáról a munkavállalókat, valamint a Munka Törvénykönyvében meghatározott szakszervezeteket, az üzemi tanácsot (üzemi megbízottat) haladéktalanul tájékoztatja.

Amennyiben a fenti feladatokat nem teljesíti, illetve határidőket elmulasztja vagy nem megfelelően teljesíti, úgy kártérítési felelősséggel tartozik. Mulasztás esetén a bíróság 50 000 Ft-tól 500 000 Ft-ig terjedő, ismételten is kiszabható pénzbírsággal sújthatja.

A végelszámoló a végelszámolás megindítását változásbejegyzési kérelemben köteles bejelenteni a cégbíróságnak, s az aláírási címpéldányát csak akkor köteles csatolni a változásbejegyzési kérelemhez, ha az a cégiratok között nem szerepel, mivel nem ő volt a cég korábbi vezető tisztségviselője. A cégbíróság a végelszámolás megindításáról végzést hoz, amelyet a Cégbírósághoz közlése.

A végelszámoló kirendeléséről már a társaság jogutód nélküli megszűnését kimondó **határozatban** rendelkezni kell, amely a végelszámolás kezdő időpontját is jelenti egyben. A cégbíróság a **végelszámolásról közleményt** jelentet meg a Cégbírósághoz, amelynek alapvető célja a hitelezők felhívása azért, hogy követeléseiket 40 napon belül jelentsék be a végelszámolónak.

**A végelszámoló feladatai és jogai** a következők:

» A végelszámolás kezdő időpontjától számított 15 napon belül értesíti az illetékes földhivatalt, az állami adó- és vámhatóságot, a nyugdíjpénztárat, az állami munkaerő-piaci szervet, a számlavezető banko(ka)t, a környezetvédelmi felügyelőséget, a cég vagyoni részvételével működő jogalanyok vezető tisztségviselőit, illetve a cég részvételével működő társadalmi szervezeteket, alapítványokat, a cég által vagy ellen indított és folyamatban lévő

hatósági és bírósági eljárásokban az eljáró hatóságot vagy bíróságot akkor, ha a cég valamely vagyontárgya országos közhiteles, vagy közérdekből vezetett nyilvántartásban szerepel, e nyilvántartást vezető szervezetet.

» A hitelezői igénybejelentés 40 napos határidő elteltét követő 15 napon belül a követelésekről jegyzéket készít, ezen belül külön kimutatja az elismert és a vitatott hitelezői igényeket. A követelések jegyzékét további 15 napon belül benyújtja a cégbírósághoz a nyilvános cégiratok közé történő elhelyezés céljából.

» A vitatott hitelezői igények fedezetére köteles lekötött tartalékot képezni.

- Jogosult a cég által kötött szerződéseket azonnali hatállyal felmondani, vagy ha a felek egyike sem teljesített szolgáltatást, a szerződéstől elállni.

» Azonnali hatállyal felmondani a társaság által kötött szerződéseket.

» Nem gyakorolhatja – a felszámolóhoz hasonlóan – az azonnali felmondás, illetve az elállás jogát az iskolával vagy tanulóval a gyakorlati képzés szervezésére kötött szerződések, illetve a munkaszerződések tekintetében sem.

» Felméri a cég vagyoni helyzetét, teljesíti a társaság – lejáratától független – kötelezettségeit, behajtja követeléseit, érvényesíti igényeit, és vagyonát szükség szerint értékesíti. Köteles gondoskodni az adós vagyonának megóvásáról. A hitelezők kielégítése után fennmaradó vagyont a cég tagjai (részvényesei) között pénzben vagy természetben felosztja és a cég működését megszünteti.

» Ha a végelszámoló nem a társaság vezetője, akkor a végelszámolás kezdő időpontjától számított 30 napon belül meg kell kapnia a vezető által készített záró leltárt, éves beszámolót, illetve egyszerűsített mérleget, adóbevallást és az eredmény felosztása után készített zárómérleget.

» Felméri az üzleti vállalkozás vagyoni helyzetét, elkészíti a társaság hitelezőinek jegyzékét és a végelszámolási nyitómérleget, amelyet a végelszámolás kezdő időpontjától számított másfél hónapon belül a társaság legfőbb szerve elé terjeszt.

» Amennyiben arra a megállapításra jut, hogy vagy

- a társaság nem egyenlítette ki a nem vitatott tartozását az esedékességet követő 60 napon belül,

- a társaság a fizetési kötelezettséget a csődegyezség ellenére nem teljesítette,

- a társasággal szemben lefolytatott végrehajtás eredménytelen volt,

- a társasági vagyon az ismert hitelezők követeléseinek fedezésére sem elegendő,

akkor köteles a felszámolási eljárás megindítása iránt intézkedni.

» A végelszámolás befejezésekor adóbevallást, a végelszámolás utolsó üzleti évről készült beszámolót, a vagyonfelosztási javaslatot (tétélei piaci értéken szerepeljenek) és a záró jelentést készít, amelyet – kft. és rt. esetében – a felügyelő bizottság vagy a könyvvizsgáló előzetesen véleményez. Ezt követően kerülnek jóváhagyásra az elkészített iratok a jogutód nélküli megszűnést kimondó szervezet részéről.

» Az előbb felsorolt kimutatásokat elküldi az adóhatóságnak is.

» A cég korábbi tisztségviselője által készített, a tevékenységet lezáró, a számviteli törvény szerinti beszámoló mérlegének adataiból végelszámolási nyitó mérleget készít, majd a hitelezők igénybejelentésére nyitva álló határidő elteltét követően – legfeljebb 75 napon belül – a hitelezői követelések jegyzékéből kiindulva – szükség szerint – korrigálja a végelszámolási nyitó mérleget (korrigált végelszámolási nyitó mérleget készít), amelyet a cég legfőbb szerve elé terjeszt. Ha a korrigált végelszámolási nyitó mérleg alapján azt állapítja meg, hogy a cég vagyona a hitelezők követeléseinek fedezetére nem elegendő, és a tagok (részvényesek) a hiányzó összeget 30 napon belül nem fizetik meg, akkor haladéktalanul köteles felszámolási eljárás lefolytatására irányuló kérelmet benyújtani. A felszámolás iránti kérelem előterjesztéséhez a legfőbb szerv hozzájárulására nincs szükség, de a végelszámolónak a legfőbb szervet a felszámolás kezdeményezéséről haladéktalanul tájékoztatnia kell.

» Az iratok jóváhagyása és a vagyonfelosztási határozat elfogadása után a legfőbb szerv dönt a felosztott vagyon kiadásának időpontjáról, amelynek lebonyolítására a végelszámoló köteles. A vagyon kiadására nem kerülhet sor a cég törlésére vonatkozó végzés meghozatalát megelőzően

» Az eljárás befejezését bejelenti a cégbíróságnak a közölt iratokkal együtt és kéri a társaság törlését a cégjegyzékből.

» Köteles gondoskodni a cég iratanyagának elhelyezéséről a végelszámolás befejezésekor. Az ezzel kapcsolatos költségeket és a megszűnés utáni iratörzés költségeit a vagyonfelosztási javaslatban fel kell tüntetni.

A legfőbb szerv az előterjesztett iratok, illetve a vagyonfelosztás tárgyában határozatot hoz, amelyben dönthet a jogok engedményezéséről és a kötelezettségek átruházásáról, illetve a cég tartozásának más által történő átvállalásáról is. A határozatban – szükség esetén – rendelkezni kell a végelszámoló díjáról és a végelszámolás költségeinek, köztük az iratanyag őrzésének és a cég megszűnésével kapcsolatban felmerülő egyéb költségeknek a viseléséről is.

Ha a végelszámolás alatt álló cég felszámolás alá kerül, és megállapítható az, hogy a végelszámoló alapos ok nélkül késlekedett a felszámolási eljárás kezdeményezésével, vagy nem tett meg mindent a hitelezők veszteségeinek csökkentése, valamint a környezeti károk mérséklése a kármentesítés érdekében vagy egyes hitelezőket mások rovására előnyben részesített, a felszámoló vagy a hitelezők keresetére a bíróság arra kötelezi a végelszámolót, hogy a cég vagyonához a károkozás összege mértékéhez igazodó tőke-hozzájárulást teljesítsen. A bíróság ebben az esetben a végelszámoló díját részben vagy egészben megvonhatja.

A végelszámoló visszahívásáról és új végelszámoló kijelöléséről a cég legfőbb szerve határoz. Ha a végelszámoló meghalt, vagy jogutód nélkül megszűnt, illetve ha a végelszámolással együtt járó feladatok ellátására más okból képtelenné vált, és ennek bekövetkezésétől számított 60 napon belül az új végelszámoló megválasztása nem történt meg, a cég bármely tagja (részvényese) vagy hitelezője a cégbírósághoz fordulhat annak érdekében, hogy a cégbíróság a végelszámoló megválasztása érdekében a legfőbb szerv ülését hívja össze, vagy a kérelmezőt erre jogosítsa fel.

A végelszámoló által benyújtott, a cég törlésére irányuló kérelem illetékmentes, és a cég törlését tartalmazó végzés közzétételéért külön költségtérítést nem kell fizetni.

A végelszámolást nem lehet addig befejezni, amíg a cégnek olyan ismert követelése vagy tartozása áll fenn, amelyről a vagyonfelosztási határozatban nem rendelkeztek.

A gazdasági társaságot terhelő kötelezettségért a társaság megszűnése után a társaság tagja korlátlanul helytállni tartozik, kivéve a bt. kültagját és a kft. tagjait, akik a vagyonból a rájuk eső rész erejéig tartoznak helytállni a társaság tartozásaiért.

A **kkt.** és a **bt.** esetében a tartozás kiegyenlítése után – ha a társasági szerződésben a tagok másként nem rendelkeznek – először a tagok vagyoni hozzájárulásának értékét kell visszafizetni. Ennek során az apportot – ha azt nem természetben adják – a társasági szerződésben meghatározott értékben, ennek hiányában a bevitelkori forgalmi értéken kell figyelembe venni. A társaság használatába adott meglévő vagyoni betétet természetben kell kiadni. A tag kérésére a társaság tulajdonába került, meglévő, nem pénzbeli hozzájárulás (apport) természetben is kiadható. A vagyoni betétek kiadása után fennmaradó vagyont a vagyoni betétek arányában kell a tagok között felosztani. A **kft.** esetében speciális szabály az, hogy a hitelezők kielégítése után fennmaradó vagyonból először a pótbefizetéseket kell visszatéríteni, majd a további részt a törzsbetétek arányában kell felosztani a társaság tagjai között. Az **rt.** esetében a felosztható társasági vagyonból a részesedés általános szabálya az, hogy a fennmaradó vagyont a részvények névértékéhez igazodó arányban kell a részvényesek között felosztani, kivéve akkor, ha a társaság olyan likvidációs hányadhoz fűződő elsőbbségi

részvényt bocsátott ki, amely más felosztási módra jogosított. Az elsőbbségi részvény ugyanis a fennmaradó vagyonból jogosít másokat megelőzően nagyobb mértékű hányadra.

Itt kellene még szólni az egyszerűsített és a kényszer végelszámolás esetéről! Az **egyszerűsített végelszámolás csak a jogi személyiség nélküli gazdasági társaságot (bt. és kkt.) érinti**. Ez csak akkor történhet, ha a cég végelszámolása kezdő időpontjától számított 120 napon belül befejeződik. A végelszámoló köteles kezdeményezni a végelszámolás megindulásáról szóló közlemény Cégközlönyben történő közzétételét a végelszámolás kezdő időpontjától számított 8 napon belül.

Speciális jogintézmény a **kényszer-végelszámolás**, ami akkor történik, ha

- valamelyik hitelező igényét vitatja, illetve

- a vitatott hitelezői igény miatt a hitelező a cég ellen peres eljárás indít, vagy

- az egyszerűsített végelszámolás lefolytatására előírt határidő (3 év) lejárt,

- a végelszámolási kifogással kapcsolatos eljárás folyamatban van.

Ebben az esetben a cég legfőbb szerve nem dönthet a cégnek a végelszámolási eljárás alatti működtetéséről, illetve a végelszámolási eljárás megszüntetéséről. A végelszámolás kezdő időpontját követően a cég szervei nem hozhatnak a végelszámolás céljával ellentétes döntéseket. A cégbíróság sem dönthet a jogerősen elrendelt kényszer-végelszámolás megszüntetéséről. A kényszer-végelszámolást – ha arra a cég által elhatározott végelszámolást követően kerül sor – a jogerős elrendelésétől számított egy éven belül be kell fejezni. A cégbíróság a határidőt a végelszámoló kérelmére indokolt esetben egy alkalommal 6 hónappal, illetve ha peres eljárás van folyamatban, e per jogerős befejezéséig meghosszabbíthatja. A kényszer-végelszámolás során kirendelt végelszámoló a cég vagyonát csak nyilvános pályázat, illetve árverés útján értékesítheti. A végelszámoló díját a legfőbb szerv állapítja meg. Amennyiben a legfőbb szerv határozatát nem hozza meg, úgy a végelszámoló díjáról a cégbíróság dönt. Ha a végelszámoló a korrigált végelszámolási nyitómérleg alapján vagy a későbbiekben, a végelszámolási eljárás során azt állapítja meg, hogy a cég vagyona a hitelezők követelésének fedezetére nem elegendő, akkor a végelszámoló bejelentése alapján a cégbíróság felszámolási eljárás lefolytatását kezdeményezi. A végelszámolónak a cégbíróság által megállapított díja felszámolási költségnek minősül.

Ebben az esetben az illetékes cégbíróság végzésével megszünteti a gazdasági társaságot, ugyanakkor kijelöli a kényszer-végelszámolót, aki a vonatkozó jogszabályi előírások alapján a kényszer-végelszámolást lefolytatja, majd végezetül kéri a cég törlését a cégjegyzékből. Ez a helyzet problémát vet fel a gyakorlatban, ugyanis megszüntetésre kerül a cég, azonban mégis létezik jogilag, miután a cégjegyzékben nyilvántartva marad. Gyakran előfordul az, hogy hitelezői igényekkel lépnek fel az ilyen céggel szemben a piaci élet szereplői, avagy a kényszer-végelszámolási eljárás során az állami szervek revíziója során hátralékot, bírságot állapítanak meg, gyakorlatilag egy megszüntetett céggel szemben. Végelszámolni legfeljebb nullszaldós céget lehet. Ha hitelezői igény merül fel, akkor a végelszámolónak kezdeményezni kell a kijelölt cégbíróságnál a felszámolási eljárás megindítását. Felmerül az a kérdés, hogy vajon célszerű-e fenntartani ezt a jogintézményt, amely ilyen jellegű függő jogi helyzetben tart egy társaságot, mely által közvetve a hitelezőkként fellépő személyek is függő helyzetbe kerülnek lezáratlan igényeikkel, amelyek megtérülésének igen csekély a bekövetkezési valószínűsége. Bár ez a jogintézmény nem arra az esetre jött létre, amelyben hitelezők fellépnek, a valóságos helyzet az, hogy kevés és egyre kevesebb olyan cég kerül kényszer-végelszámolás alá, amelyeknek nincs hitelezője.

Ha abból a tipikus esetből indulunk ki, hogy jogellenesen működik a cég (például nem található a székhelyén, avagy meghal a bt. beltagja, újat nem választanak, a tag jogutód nélkül megszűnik, avagy meghal, és újra választására nem kerül sor, az üzletvezető mandátuma évekkorábban lejárt és – tag hiányában – nem lehet a cég taggyűlését összehívni, stb.) akkor valószínű az, hogy üzleti tevékenysége során adósságot halmoz fel, melynek előidézésében a



vezető tisztségviselő, avagy álképviselő a számvitel rendjének megsértése miatt, a csődbüntett büntetőjogi tényállását kimeríti. Kényszer-végelszámolás során a végelszámolónak nem biztosított azon joga, hogy büntetőfeljelentést tegyen, ezt kizárólag felszámolási eljárásban lehet kezdeményezni.

Vagyonrendezési eljárást kell – kérelemre vagy hivatalból – lefolytatni akkor, ha megszüntetési eljárás lefolytatása után, a cég jogutód nélküli törlését követően olyan vagyontárgy kerül elő, amelynek a törölt cég volt a tulajdonosa. Ha a törölt cég ellen végrehajtási eljárás van folyamatban, akkor a végrehajtási eljárás alatt nem kezdeményezhető vagyonrendezési eljárás a lefoglalt vagyontárgy vonatkozásában. Ez nem peres eljárás, amit a törölt cég utolsó bejegyzett székhelye szerinti illetékes megyei bíróság folytatja le. Az eljárást a törölt cég volt hitelezője, volt tagja (részvényese), illetve az kérheti, akinek az eljárás lefolytatásához jogi érdeke fűződik, mivel az általa megjelölt vagyontárgyra vonatkozóan követelése áll fenn. A kérelmezőnek meg kell jelölnie a törölt cég, valamint azon vagyontárgy azonosításához szükséges adatokat, amely vonatkozásában a vagyonrendezési eljárás lefolytatását kéri, és csatolnia kell azokat az okiratokat, amelyekkel a vagyontárgy létét, tulajdoni helyzetének rendezetlenségét, illetve a kérelmező követelésének fennállását valószínűsíti. A kérelemhez csatolni kell a közzétételi költségterítés megfizetésére vonatkozó igazolást is. Az eljáró bíróság a kérelemben foglaltakat megvizsgálja. A kérelemre induló vagyonrendezési eljárás esetén akkor, ha megállapítható a megjelölt vagyontárgy megléte és az, hogy az a törölt cég tulajdonában állt, a bíróság elrendeli a vagyonrendezési eljárás lefolytatását. Ez alól kivétel az, ha az valószínűsíthető, hogy a fellelt vagyontárgy értékesítéséből befolyó összeg az eljárás lefolytatásával felmerülő költségeket sem fedezné. Ebben az esetben a bíróság a kérelmet elutasítja, és a vagyontárgyat a kérelmező, illetve több kérelmező esetén a kérelmezők közös tulajdonába adja. Ha a kérelmező a vagyontárgyra természetben nem tart igényt, ezt a bíróságnak be kell jelentenie. Akkor sem folytatható le az eljárás, ha a vagyontárgy ténylegesen nem lelhető fel. Ebben az esetben a bíróság elrendeli a vagyontárgynak a nyilvántartásból való törlését. A Cégek Közlönyben közzétett végzésben a bíróság – az eljárás tárgyát képező vagyontárgy megjelölésével – vagyonrendezőt rendel ki a felszámolók névjegyzékében szereplő felszámolók közül. A bíróság a végzésben felhívja a törölt cég volt hitelezőit, illetve tagjait (részvényeseit), hogy a vagyontárgyra vonatkozó igényeiket a közzétételtől számított 30 napon belül a vagyonrendezőnek jelentsék be, illetve csatolják az igényt megalapozó okiratokat. Amennyiben az eljárás tárgya zálogjoggal terhelt, úgy a zálogjog jogosultját a bíróság külön felhívja hitelezői igénye bejelentésére. A bejelentés elmaradása esetén a zálogjog megszűnik. Ha a vagyonrendező a bejelentett igényt nem fogadja el, akkor a kérelmező 8 napon belül az eljárást lefolytató bírósághoz fordulhat. A bíróság döntése ellen külön fellebbezésnek van helye.

**A vagyonrendező feladatai az alábbiak:**

» Az igények bejelentését követően a vagyontárgyat nyilvánosan meghirdetett pályázat vagy árverés útján értékesíti, és az értékesítésből befolyt összeget az erre a célra nyitott elkülönített számláján helyezi el. A vagyontárgyat nem kell értékesíteni akkor, ha az eljárásban résztvevők azt közösen kérik, valamint megelölegezik, illetve megfizetik az eljárás lefolytatásával felmerülő költségeket és a vagyonrendező díját. Az eljárásban résztvevőknek az erre vonatkozó megállapodásukat a vagyonrendezőnek az értékesítés megkezdése előtt be kell jelenteniük.

» A felmerült költségek és díjak megfizetése esetében a vagyontárgyat a jogosultnak természetben kell kiadni akkor, ha nincs igénybejelentő vagy a kérelmező, avagy a vagyontárgy értékesítése nem járt sikerrel.

» A vagyontárgy értékesítését követő 30 napon belül ezt bejelenti a bíróságnak, és benyújtja a vagyonfelosztási javaslatot.

A bíróság a vagyonfelosztási javaslatát megvizsgálja és azt az érintetteknek megküldi, azzal, hogy arra 8 napon belül észrevételt tehetnek. Ezt követően a bíróság végzéssel határoz a hitelezők követeléseinek kielégítéséről, illetve a hitelezőknek nem minősülő kérelmezők közötti vagyonfelosztásról, továbbá kötelezi a vagyonrendezőt a még szükséges intézkedések megtételére. A bíróság a vagyonrendező által felszámított költségek összegét indokolt esetben módosíthatja.

Az értékesítés mellőzése esetén a bíróság a vagyonfelosztási javaslatban foglaltak szerint a vagyontárgyat a jogosult tulajdonába, illetve a kérelmezők által meghatározott arányban a jogosultak közös tulajdonába adja. A végzésben határozni kell a vagyonrendező költségeinek és díjazásának összegéről, annak viseléséről is.

Ha a vagyonrendezési eljárás lefolytatására hivatalból került sor, akkor a vagyonrendező meghatározott költségeinek és díjának a vagyonfelosztási javaslat alapján nem fedezett részét az állam viseli.

A vagyonfelosztásról döntő végzés ellen fellebbezésnek van helye. Az eljárás jogerős befejezésének tényét a bíróság a Céglőnyben közzéteszi. (<http://net.jogtar.hu>)

## 6. A VÁLLALATI ÉLETSZAKASZOKBAN ELŐFORDULÓ PÉNZÜGYI MÉRLEGELÉSEK

Ebben a részben olyan mérlegeléseket végzünk, amelyek akár növekedésben, akár válságban megtörténhetnek: tőke kivonási és M&A döntések.

### 6.1. A vállalati tőke kivonási döntések

**Az angol- és a német nyelvű pénzügyi és vállalatgazdasági szakirodalom kevésbé, a hazai szakirodalom pedig alig foglalkozik a vállalat egyes részei megszüntetéssel összekapcsolt értékesítésének problémájával.** Ehhez a marketing és a stratégiai szintű ismeretek adottak, ismertek, de a **pénzügyi eszköztár kidolgozása még hiányos.** A hazai gyakorlat és az 5. fejezetben közölt válságmenedzselési feladatokat tekintve azonban megerősít bennünket abban a szándékunkban, hogy elmélyedjünk ennek a problémakörnek a feltárásában és közreadjunk, lehetőség szerint, átfogó megoldási javaslat(ka)t, utakat.

Más oldalról is megindokoljuk a dezinvestíció, azaz a tőke kivonás témájában történő elmélyedés szükségességét. Amennyiben a vállalati tőke kivonással ellentétes tevékenységet tekintjük, vagyis a beruházást, úgy annak léteznek mind a tervezéshez, mind pedig a megvalósításhoz kapcsolódó formalizált eljárás módjai. Ez egyáltalán nem érvényes a tőke kivonásra. **Nem léteznek a vállalati praktikum számára kidolgozott tőke kivonási pénzügyi számítások és értékelési eljárások,** mialatt a legtöbb nagyvállalat beruházási döntései tőke költségvetési számításokon, valamint értékelési eljárásokon alapulnak. **A vállalatok életében a dezinvestíció olykor gyakrabban, de az is lehet, hogy csak egyszer elkerülhetetlenül jelentkezik, amire rendszerint időben nem készülnek fel.** Ilyenkor a **tőke kivonás előzetes elemzések nélküli ad hoc-döntés.** Ez pedig azzal is párosul, hogy a tőke kivonást gyakran túl későn valósítják meg, és ezzel **elszalasztják az értékesítés vagy megszüntetés legkedvezőbb időpontját.** Itt **nem az az elsődleges kérdés, hogy vállalkozásunk HOGYAN, hanem HOL és MIÉRT vonja ki a tőkét!**

Egy harmadik nézőpontból is megindokoljuk a vállalati tőke kivonás témájában történő elmélyedés szükségességét. Miközben a **vállalati növekedés pénzügyi stratégiájának nagy figyelmet szentelünk,** addig a vállalati tőke kivonás pénzügyi teóriájának és praxisának kidolgozását elhanyagoljuk. A következőképpen is fogalmazhatnánk: **A vállalati növekedés témájában való elmélyülésre fordított időben egy addig ismeretlen vagy másik téma (a tőke kivonás) kezelése/kidolgozása még sürgetőbbé válik** – főleg napjainkban, amikor ezt a vállalkozások külső környezetében lezajló változások is kiváltják.

#### 6.1.1. A vállalati tőke kivonás fogalma és csoportosítása

Itt egyértelmű meghatározást közlünk a tőke kivonás fogalmára. A dezinvestíció – az investícióval összehasonlítva – azt jelenti, hogy az 'investíció befejezése vagy megszüntetése'. Mivel magát a 'beruházás'-t is különböző módon definiálják, ezért a 'tőke kivonás' tartalmi meghatározása egyrészt nagyon eltérhet azoktól, s az itt lehetséges összehasonlításokat nem tesszük meg, mert nem ez a célunk. Másrészt pedig beszélünk a 'vállalati részek tőke kivonásáról' is, ami viszont tényleg távol áll a 'beruházás' fogalmától. **A dezinvestíció a vállalati teljes struktúra egyes részeinek tervezett és tartós kivonása.** Ugyanakkor azt is mondhatjuk, hogy a tőke kivonás a **piacról történő szabad akaratú kilépés azonos akár egy befektető többségi részesedésének, akár egy vagy több vállalat eszközeinek értékesítésével.** Ezen kívül a tőke kivonásnak az is jellemzője, hogy az a **tulajdonrészek teljes vagy jelentős csökkenésével jár.** Ide soroljuk a vállalat egyes tevékenységeinek megszüntetését is. **A megszüntetést nem a dezinvestíció komplementer**

**megjelenési formájának tekintjük, hanem alternatív formájának az értékesítés mellett.** Ennek az az oka, hogy a megszüntetést gyakran a tőke kivonás "utolsó lehetőségének" tartják, különösen akkor, ha az értékesítés már nem lehetséges vagy a megkövetelt bevétel elmarad. Az utóbbi nagyon szorosan kapcsolódik a vállalat likvidációjához vagy felszámolásához. A felszámolás – vállalatgazdasági szempontból – egy vállalat feloszlata, jogutód nélküli megszűnése a jogosultak (idegen tőkejuttatók) követelésének visszafizetésével és a reziduális érdekeltséggel rendelkező tulajdonos részvényesek kifizetésével. Likvidációnál a teljes vállalatot feloszlatták, megszüntetik, míg dezinvestíció esetén egy vállalat részének, egyes tevékenységének megszüntetéséről van szó, de maga a vállalat mint jogi személy működik tovább. Tehát a dezinvestíció a **vállalati teljes struktúra még működő részeinek szabad akaratból (nem hivatalos felszólításra) történő kivonása végérvényes megszüntetéssel vagy értékesítéssel, amely a tulajdonrészek csökkenését vonja maga után.**

6.1.2. Szükségszerű a tőke kivonás vállalati prosperálásban vs. kényszerű tőke kivonás kifejlett válsághelyzetben?!

Figyelembe kell vennünk azt, hogy napjainkban a vállalatoknak dinamikus környezetben gyorsan és hatásosan kell alkalmazkodni a környezeti változásokhoz a hosszú távú vállalati siker biztosítása érdekében. Alkalmazkodni minden életszakaszban kell! Az alkalmazkodás a vállalat átstrukturálásával jár a vállalati gyenge pontokra történő koncentrálással, ami piackilépési döntést vonhat maga után vállalati részek értékesítésével és/vagy megszüntetésével. "A ballasztot eltávolítani annak érdekében, hogy csak tőke képződjön, sokkal fontosabb, mint az expanzió." (Agthe 1972, 259) Mi következik ebből? – **A dezinvestíció a stratégiai tervezés része kell, hogy legyen! A dezinvestíciós politikát is rögzítenünk kell a stratégiai tervezés során! A tőke kivonást – ahogy első pillanatban gondolnánk – közvetlenül nemcsak a vállalati válság szakaszához kapcsolhatjuk, mivel a felfutás-növekedés életszakasztól kezdve a stagnáláson át a csődbejutásig döntési problémaként jelentkezhet. Ugyanakkor, ha egy vállalat válságban van, akkor a végrehajtandó feladatok sorában a tőke kivonás áll.** Ezen az alapon megkülönböztethetjük a stratégiai és a taktikai tőke kivonást. A **stratégiai dezinvestíciókat** érintő problémák megoldása a **stratégiai vállalatvezetés** területe, amelynek feladata a **jövőbeni fejlesztést előtérbe állítani** és ennek megfelelő **sikerpotenciálra szert tenni**, ami a **vállalat értéknövekedését szolgálja**. Ebbe a körbe tartozik elsősorban azoknak a vállalati részeknek értékesítése, amelyek a működési életciklusuk végén járnak. A **taktikai tőke kivonás** kimondottan **válság- sőt, csőd szituációhoz** kötődik, amikor is a cél a **likviditási szűk keresztmetszeteket megszüntetni**. Bizony itt számítanunk kell a (külső) kényszeren alapuló ad-hoc döntések meghozatalára! Ezek után, ha jól belegondolunk, akkor a **tőke kivonásra vonatkozó döntés nem egy izolált, önmagában hozott döntés, hanem a vállalkozás összes projektjét érintő döntések egyik eleme**. Amennyiben vállalkozásunkat a különböző projektek portfóliójaként tekintjük, úgy a tőke kivonási projekt ennek egy mozaikdarabja, ami történhet **kényszerből (taktikai tőke kivonás)** és/vagy **szükségszerűségből (stratégiai tőke kivonás)**. A vállalati gyakorlatban a tőke kivonás – a végrehajtó vállalat szempontjából – negatív visszhanggal<sup>20</sup> és hatásokkal járó tevékenység. Növekvő, erősödő gazdaságban, a középpontban, sokkal inkább a beruházás és nem a tevékenységek megszüntetése, vagy cégek és/vagy vagyონrészek értékesítése áll. Egy eladásra kínált vállalatot, avagy részterületének megszüntetését gyakran a menedzsment hibájának tekintik, ami a menedzsment lemondásával jár. Azzal a következménnyel ritkán számolnak, hogy a **menedzsment nem követ el hibát egy**

<sup>20</sup> Az üzleti életben 'negatív felhangja' van akár vállalati tőke kivonásról, akár válságról van szó – pedig a cég mindkét 'folyamatból' a 'roncsok' eltávolítása után, egészséges és szilárd (marketing, stratégiai, pénzügyi és szervezeti) alapok felépítése után az erő helyzetéből cselekedhet, újra támadásba lendülhet.

**eladással összekapcsolt fúzió tervezésével és végrehajtásával, ami éppen előrelendítheti ezt a vállalatot.** Gyakran a vállalat menedzsmentje attól tart, hogy éppen a tőke kivonás a vállalati imázst csorbítja. Így ne csodálkozzunk azon, hogy a tőke kivonás tervezésének és megvalósításának hiányoznak a formalizált, illetve standardizált eljárás módjai!

A **megvalósítható, időszerű potenciális dezinvestíciós projektek felismerését segíti a korai előrejelző rendszerek** működtetése. (*Early Warning System, Frühwarnsystem*, amelynek javasolt tartalmáról az 5.6. fejezetben már szóltunk). Az ilyen projekteknek az azonosítása **továbbműködési, értékesítési és megszüntetési lehetőségeket** foglalhat magában, amelyeket mérlegelnünk kell értékelési fázis keretében az optimális alternatíva kiválasztásához. Arra is szükségünk van, hogy megismerjük az összes lehetőség pénzügyi konzekvenciáit. Ez pedig azt jelenti, hogy ki kell dolgoznunk a tőke kivonás kvantitatív következményeit, s ezáltal át tudjuk tekinteni a tőke kivonás hatásait. A tőke kivonásban ellenérdekelt résztvevők neheztelését mérsékelhetjük és megszüntethetjük akkor, ha még időben történő tőke felszabadításából eredő források újra befektetésével pozitív nettó jelenértéket érhetünk el.

### 6.1.3. A vagyonszerkezet optimalizálása szintentartó működésben

A szintentartó működésnél (4. fejezet) és hanyatlás idején (5. fejezet) a folyó üzleti évben a cégünknek nincsen lehetősége sem saját tőkét szerezni, sem pedig más úton hitelt felvenni, így rákényszerül vagyonszerkezetének optimalizálására, amit a következő példa szemléltet.

Az SPED kereskedő társaság a tárgyév záró mérlegének alakulását a **6-1. táblázat** mutatja. Hogyan finanszírozza a társaság a számlavezető bank esedékes követelését?

**6-1. táblázat: Az SPD társaság év végi mérlegének fő alkotói (ezer HUF)**

Eszközök		Források	
Áru "A"	90 000	Saját tőke	100 000
Áru "B"	90 000	Folyószámla hitel	80 000
<b>Összesen</b>	<b>180 000</b>	<b>Összesen</b>	<b>180 000</b>

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

A tárgyév elején a számlavezető bank követeli a folyószámlahitel kiegyenlítését. A társaságnak nincsen lehetősége sem saját tőkét szerezni, sem pedig más úton hitelt felvenni. Ebben az esetben a társaság számára egyetlen finanszírozási forma létezik. A hitel visszafizetéséhez árujának egy részét értékesíteni kell. A finanszírozásnak ezt a módját **vagyonátcsoportosítással történő finanszírozásnak** nevezzük, mivel a cég **aktív cserével (vagyontárgyak értékesítésével)** szerez finanszírozási forrást. Folytassuk a példát!

A SPED társaság talált mind az "A", mind a "B" árucsoport számára vevőt. Az "A" árucsoportot 90 millió HUF beszerzési áron, míg a "B" árucsoportot csak 80 millió HUF összegért tudja eladni. Ezáltal cégnek 10 millió HUF vesztesége van.

Mit tanácsol a társaságnak akkor, ha Ön azt tapasztalja, hogy a cég az "A" árut azonnal tudná értékesíteni és ugyanakkora mennyiségben újra be tudná szerezni, miközben a "B" áru újra beszerzése csak 6 hónapon belül történne, mivel szezonális „őszi” termékről van szó?

A társaságnak nincsen más lehetősége, értékesíteni kell a "B" terméket 10 millió HUF veszteséggel. Az "A" termék értékesítése néhány napra eltolja, de nem oldja meg a finanszírozási problémát, mivel az "A" terméket azonnal újra be kell szerezni és ki kell fizetni, ezáltal a vállalkozás az "A" termék értékesítése során, rövid időn belül, új finanszírozási

igénnyel találkozunk. A "B" termék veszteséggel történő értékesítése csak úgy akadályozható meg, ha az "A" termék eladása után, annak az újra beszerzésénél szállítói hitelt kap. Még mindig maradunk a SPED kereskedő társaság példájánál!

A SPED kereskedő társaság a "B" termékre vonatkozóan, a tárgyévben, február elsején, az alábbi választásokkal szembesül:

- (1) 90 millió HUF összegben készpénzes értékesítés;
- (2) 120 millió HUF összegben készpénzes értékesítés;
- (3) 70 millió HUF összegben készpénzes értékesítés;
- (4) 100 millió HUF összegben hitelre (2 hónapra) történő értékesítés;
- (5) 130 millió HUF összegben értékesítés, ebből 30 millió HUF készpénzes, a maradék 100 millió HUF hitelre (2 hónapra) történő értékesítés.

Rendszerezük a fenti üzleti eseményeket finanszírozási formájuk és a finanszírozási hatás kezdő időpontja (02. 01. vagy 04. 01.) szerint! Azt feltételezzük, hogy nem fizetik ki osztalékként az elért nyereséget.

Az egyes üzleti eseményeknek a finanszírozási forma és a finanszírozási hatás időpontja szerint történő rendszerezését a **6-2. táblázatban** közöljük.

Az (5) üzleti eseménynél egy számolási probléma keletkezik. Mindkét finanszírozási forma besorolása attól függ, hogy (a) 30 millió HUF összeget a költségek megtérüléseként (b) vagy a nyereség részeként kezeljük.

**6.2. táblázat: Az üzleti események rendszerezése (millió HUF)**

Tervezet	Tárgy év 02. 01.		Tárgy év 04. 01.	
	Vagyontársop. történő finansz.	Önfinanszírozás	Vagyontársop. történő finansz.	Önfinanszírozás
(1)	90	-	-	-
(2)	90	30	-	-
(3)	70	-	-	-
(4)	-	-	90	10
(5)				
(a)	30	-	60	40
(b)	-	30	90	10

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

A **6-2. táblázatból** jól láthatjuk a **vagyontársoportortosítással történő finanszírozás két módját:**

- Az eddigi (újra) beruházáshoz szükséges vagyontársoportortosítás. Ebben az esetben változatlan marad mind az összkapacitás, mind pedig a periódus kapacitás. A közölt példában ez az (1) tervezetnek felel meg.

- A pótlólagos beruházáshoz szükséges vagyontársoportortosítás. Ebben az esetben változatlan marad az összkapacitás, de a periódus kapacitás növekszik. A közölt példában ez a (2), (4) és (5) tervezetnek felel meg.

A többéves használati időtartamra vásárolt tárgyi eszközök üzembe helyezéig felmerült összes költsége (bruttó értéke) nem a beszerzés évében csökkenti az adóalapot, s ezáltal a nyereséget, hanem a használati időtartam éveiben felosztásra kerül az értékcsökkenés mértéke szerint (elméletileg) és értékcsökkenési leírásaként jelentkezik az eredménykimutatásban. Mivel a gyakorlatban az éves értékcsökkenés csak becsülhető, a **társasági adó-törvényben** az amortizáció **"megosztási leírás"**, vagyis a bruttó érték a használati idő egyes éveiben

felosztásra kerül. A költségkalkulációban az amortizáció **”kalkulált leírás”**, ami legalább akkora összeg, amit a beruházott eszköz újraberszerzése megkövetel, s ez a piacon a produkált teljesítmény értékesítési árával mérhető, miközben a társasági adó-törvényben az értékcsökkenési leírás összege nem lépheti túl a bruttó értéket. A költségkalkulációban ilyen kényszer nincsen. Ebből eredően a társasági adó-törvény szerint történő értékcsökkenési leírás gyakran nem fedezi a **”kalkulált leírást”**. Különösen emelkedő újraberszerzési árak esetén az utóbbi a magasabb.

A következőkben **azt feltételezzük** – egyszerűsítési okokból – hogy a **”kalkulált leírás” megegyezik a ”megosztási leírás”-sal**, azaz a társasági adó-törvény alapján meghatározott leírással. **Az értékcsökkenési leírás finanszírozási hatásának létezése abban áll, hogy az a tárgyi eszközzel előállított termék értékesítése során likvidé alakul, vagy pedig rövid ideig követelés, feltéve, hogy a termék értékesítéséből származó árbevétel a leírást fedezi.** Tehát ez **dezinvesztíció, mivel vagyontrendeződésről (aktív cseréről) van szó.** A tárgyi eszköz (befektetett eszköz) mérleg szerinti értéke csökken, s ennek megfelelően a pénzeszköz állomány növekszik. A semleges eset az, amikor a számított leírást éppen az értékesítési árbevétel fedezi. Amennyiben nincsen értékesítés, úgy a termék raktáron marad, s a tárgyi eszköz mérleg szerinti értéke csökken a leírással, ám ennek megfelelően emelni kellene a termék árát. Ekkor egyáltalán nem beszélhetünk piacon realizált leírási ellenértékről! Tehát ebben az esetben a leírás ellenértéke nem a piacot **”szolgálja”**. A **”megszolgált” leírást**, vagyis a terv szerinti értékcsökkenési leírást az eredménykimutatás tartalmazza, s az az **értékesítési árbevételből (leírási bevételből) térül meg, és mint ráfordítás tétel gondoskodik arról, hogy az értékcsökkenési leírás a vállalatnál maradjon, amelyet viszont nem nyereségként tüntet fel.**

Az eddig tárgyalt vállalati folyamatra az állt fenn, hogy a befektetett eszköz, amelynek használati ideje véget ér, pótolják (újra beruházzák), vagyis a **piacon realizált leírási ellenértéket új eszköz beszerzésére fordítják. A korábban befektetett eszköz értéke megtérül a pótlási időpont előtt úgy, hogy a vállalat ebben az időpontban rendelkezik egy meghatározott teljesítőképességgel (periódus kapacitással) és egyúttal a megtérült pénzügyi-finanszírozási forrással.** Ebben a részben a periódus kapacitás bővítésének lehetőségét vesszük szemügyre a leírási ellenértékből.

#### ■ **Periódus kapacitás bővítése leírási ellenértékből**

Mivel egy adott vállalat rendszeresen használt befektetett eszközei időtartamukat és életkorukat tekintve nagyon különböznek, évente (periódusonként) a leírási ellenértéknek (bevételnek) csak egy része használható újra beruházáshoz. A nem szükséges amortizációs összeget a vállalat más célra is felhasználhatja. **A vállalatnak gondoskodnia kell a pénzügyi egyensúly fenntartásához arról, hogy a pótló beruházás finanszírozható legyen az adott periódusban a megtérült leírási ellenérték felhasználásával. Ennek a feltételnek a betartásával lehetséges az, hogy a szabad leírási összeg nemcsak pótló, hanem kiegészítő beruházást is finanszírozhasson.** A későbbi időpontokban szükséges pótló beruházást nemcsak a **”saját” leírási ellenértékből, hanem bármilyen leírási ellenértékből finanszírozhatjuk. Az a vállalat, amely szisztematikusan átgondolt amortizációs és újraberuházási politikával rendelkezik, ügyelni tud a ”súrlódásmentes” újra beruházás megvalósítására leírási ellenértékből és egyúttal mérlegelni tudja azt is, hogy mekkora leírási ellenérték áll rendelkezésre a kiegészítő beruházás finanszírozásához.** Ennek a kijelentésnek bizonyítására nézzük meg a következő példát!

Az "MNO" társaság 5 évig évente beszerez egy teherautót 2 500 000 HUF bruttó értékben. A pénzügyi forrás saját (tulajdonosi) finanszírozással biztosított. A teherautó használati ideje 5 év. Az eszközpark amortizációját lineáris módszerrel számolják el. Feltételezzük egyrészt azt, hogy a leírás a piacon megtérül, másrészt pedig azt, hogy a technikai költségek és az újrabeszerzési árak konstansak. A teherautó éves értékcsökkenési leírása a következő:

$$\frac{\text{Bruttó érték}}{\text{Használati idő}} = \frac{2\,500\,000 \text{ HUF}}{5 \text{ év}} = 500\,000 \text{ HUF/év}$$

A 6-3. táblázatban követhetjük a számítás lépéseit.

**6-3. táblázat: Számpélda a periódus kapacitás bővítéséhez (ezer HUF)**

Év vége Teherautók száma	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.
1	500	500	500	500	500	500*	500*	500*	500*	500*
2		500	500	500	500	500	500*	500*	500*	500*
3			500	500	500	500	500	500*	500*	500*
4				500	500	500	500	500	500*	500*
5					500	500	500	500	500	500*
Éves értékcsökkenési leírás	500	1 000	1 500	2 000	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500
Likvid finanszírozási forrás	500	1 500	3 000	5 000	7 500	7 500	7 500	7 500	7 500	7 500
– Újra beruházás	-	-	-	-	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500
Szabad finanszírozási forrás	500	1 500	3 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000

\*-gal jelölve az értékcsökkenési leírás nagyságát a kiegészítő beruházáshoz.

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

Mivel feltevés szerint a teherautó első beszerzését külső forrásból (részesezés finanszírozással) finanszírozzák, az 1-5. évben az éves tőkeigény 2 500 000 HUF. A 6. évtől kezdve egymás után a teherautó-park kiegészíthető. A kiegészítő beruházás költsége 2,5 millió HUF, ami éppen megfelel az 5. évben számolt éves leírási összegnek. Az 1-4. év leírási összege együttesen 5 000 000 HUF, tehát bővítő beruházáshoz rendelkezésre áll. Ezt az összeget két újabb teherautó beszerzésére fordíthatják, ezért a periódus kapacitást anélkül bővíthetik, hogy a pótlólagos tőkeigényt külső forrásból biztosítsanak. Ezt nevezi a szakirodalom **Ruchti-hatásnak** (Braunschweig, 2013, 202). Tehát ez azt feltételezi, hogy a befektetett eszközt a leírási bevételből újra megvásárolhatják a használati idő alatt úgy, hogy csak a periódusos kapacitás növekszik, de a teljes kapacitás változatlan marad. Ismét számpéldával illusztráljuk az összefüggéseket.



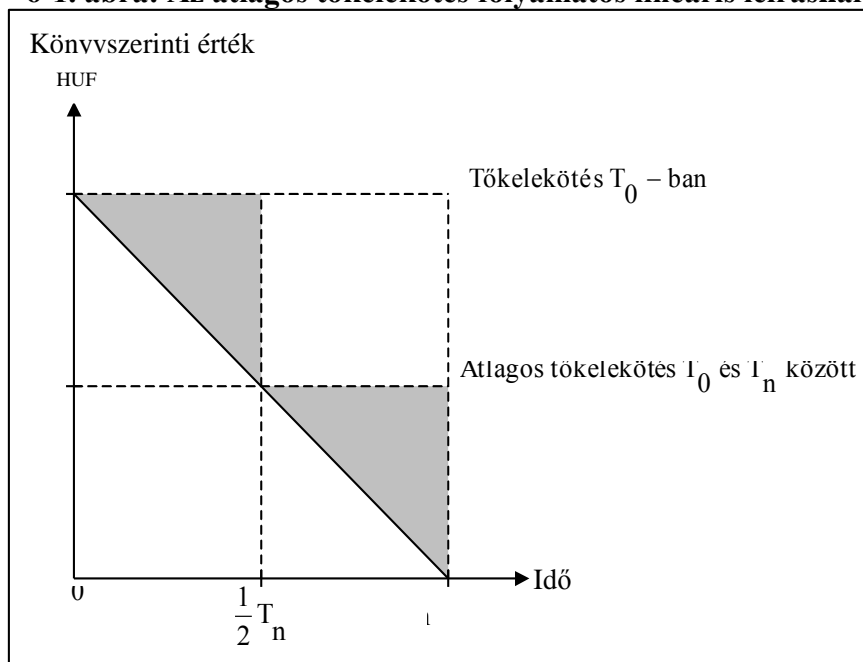
Azt feltételezzük, hogy egy gép évente 40 000 darab terméket gyárt. Ez a periódus kapacitás. A gép teljes kapacitása 5 éves használati időnél – évente konstans teljesítőképességet feltételezve – 200 000 darab, amely a periódus kapacitás és a használati időtartam szorzata. Az öt darab leírásra szánt berendezést új beruházás eredményeképpen aktiválják, ezért a kezdeti teljes kapacitás 1 000 000 darab. Egy év után az öt berendezés teljesítménye 200 000 darab, azaz a periódus kapacitás továbbra is változatlan, ám a teljes kapacitás 800 000 darab (a 200 000 darab periódus kapacitás és a 4 év használati időtartam szorzata). Az 1. év leírása ahhoz használatos, hogy egy újabb berendezést vásároljanak, mivel – változatlan újraberszerzési árat feltételezünk – a régi/öreg berendezés teljes kapacitásának csökkenése az új beruházás teljes kapacitásával éppen kompenzálható. A meglévő eszközállomány teljes kapacitása konstans, a periódus kapacitás annak az új berendezésnek a teljesítményével növekszik, amivel az elavult eszközöket kiegészítik. Közölt példánkban az eddigi 5 gép helyett 6 lesz, 40 000 darab teljesítménnyel.

A következőkben azt vizsgáljuk meg, hogy a **kapacitásbővítési hatásnak** milyen **határai** vannak. Nem reális esetet fogunk megvizsgálni, melynek során azt **feltételezzük**, hogy

- az értékfogyás éppen megegyezik a lineárisan elszámolt amortizáció nagyságával;
- a leírás folyamatos, vagyis nemcsak a periódus végén számolják el;
- a piacon realizált leírási ellenérték azonnal befektethető, vagyis a befektetett eszközök tetszés szerint oszthatók.

A folyamatos lineáris leírásra az érvényes, hogy a kezdeti befektetett tőkének átlagosan csak a fele lekötött a használati idő alatt. A **6-1. ábra** ezt szemlélteti.

**6-1. ábra: Az átlagos tőkelekötés folyamatos lineáris leírásnál**



*Forrás: Saját szerkesztés*

A **6-1. ábra** szerint a kezdeti periódusos kapacitás megőrzéséhez az a kívánatos, hogy a leírással felszabadított kezdeti tőke fele a beruházáshoz használatos, ami a periódus kapacitást növeli. Az  $I$  kezdeti tőkét 1-nek feltételezve, a leírással rendelkezésre áll a bővítő beruházáshoz 0,5. Általánosan felírhatjuk az  $I$  kezdeti beruházási összeggel elérhető  $G$  bővítő beruházási volumen

nagyságát a következő formában:  $G = I + \frac{I}{2} + \frac{I}{4} + \dots + \frac{I}{2^n}$ . Egy végtelen mértani sor összegző formulájának felhasználásával a következő eredményt kapjuk:

$$G = \frac{I}{1 - \frac{1}{2}} = 2I$$

Ez az eredmény azt jelenti, hogy az  $I$  kezdőtőkével a leírási ellenértékből a szükséges kiegészítő beruházáshoz hosszú távon még egyszer  $I$  nagyság beruházható anélkül, hogy külső új tőkét igénybe vennének. További beruházással a használt eszköz könyvszerinti értéke és a teljes kapacitás – a közölt feltételek mellett – konstans marad. Tehát mennyiségi bővítéssel a periódus kapacitás megduplázódik.

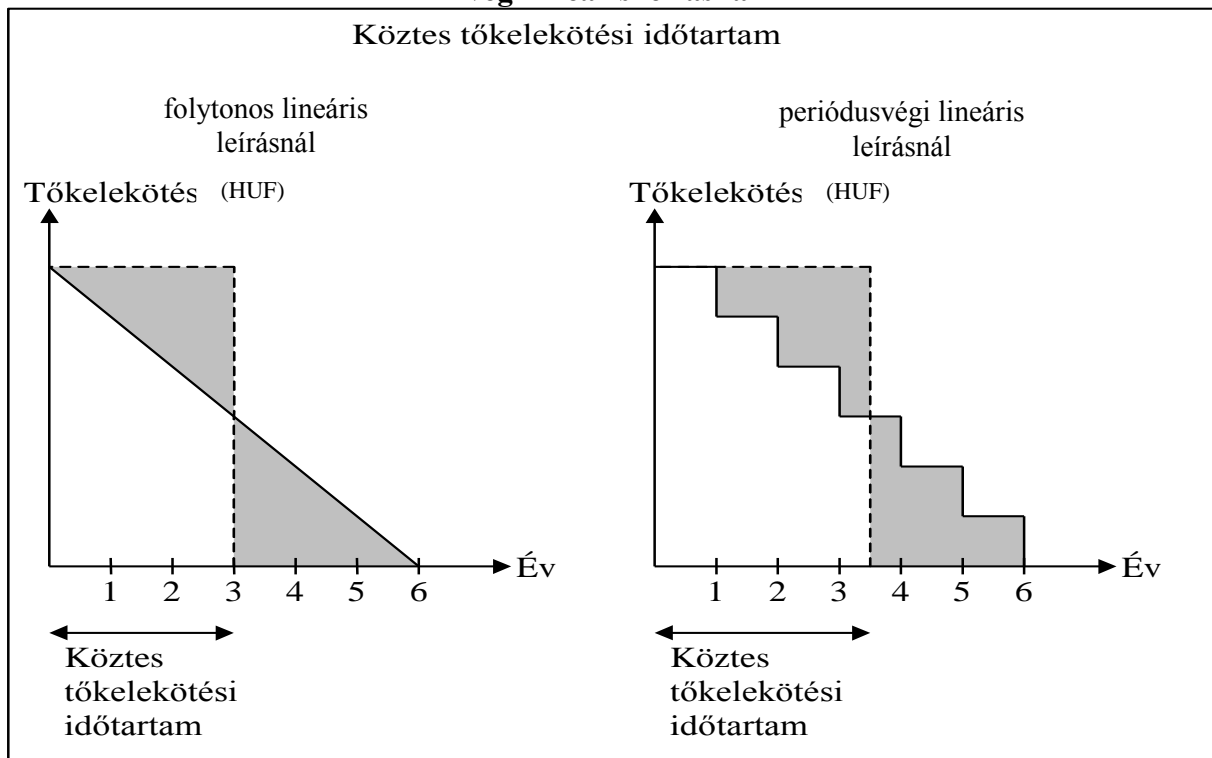
A **kapacitásbővítési faktor (KBF)** nagyságát általánosan úgy írhatjuk fel, hogy a teljes időtartamot (az  $n$  jelöli a periódusok számát) – amely alatt az első berendezés bruttó értéke megtérül – elosztjuk a kezdeti tőke átlagos lekötési idejével. A közölt példában a kezdőtőke átlagos lekötési ideje a teljes megtérülési idő fele, ezért a következőt kapjuk:  $KBF = n \cdot \frac{n}{2} = 2$

Tehát a kapacitásbővítési faktor 2, azaz a periódus kapacitás megduplázódik – nem reális esetet feltételezve – úgy, hogy a leírási ellenértékből folyamatos újra beruházás lehetséges, vagyis a teljes kapacitás minden felhasznált egységét azonnal bővíthetjük, feltételezve a beruházási objektum oszthatóságát. A beruházásokat csak hosszabb időtartamon keresztül hajthatjuk végre. Emelkedik az átlagos tőkelekötési idő. Amennyiben egy beruházást mindig csak a periódus végén valósíthatunk meg, úgy az átlagos tőkelekötési idő fél periódussal meghosszabbodik. Ebben az esetben a KBF formuláját a következő módon írhatjuk fel:

$$KBF = n \cdot \left( \frac{n}{2} + \frac{1}{2} \right) = n \cdot \frac{n+1}{2} = 2 \times \frac{n}{n+1}$$

A **6-2. ábra** összehasonlítja a tőkelekötés alakulását az időtartam függvényében folyamatos és periódus végi lineáris leírás esetén.

**6-2. ábra: A tőkelekötés alakulása az időtartam függvényében folyamatos és periódus végi lineáris leírásnál**



Forrás: Saját szerkesztés

Konkrét esetben a *KBF* nagysága azoknak a periódusoknak a számától (*n*) függ, amely alatt a beruházás leírasi ellenértékből megtérül. A megtérülés időtartamát a beruházással aktivált eszköz használati ideje és az első berendezések száma határozza meg. 5 darab berendezést (első berendezés) vásárolnak 5 éves használati időre, s az 1. év után 6 darab berendezést vásárolnak. 10 darab berendezés lesz, ezáltal az újra beruházási periódus fél évre redukálódik (5 éves használati időt elosztjuk a 10 darab berendezéssel, 0,5 az eredmény), azaz fél év után a leírás ellenértéke egy újabb gép beszerzéséhez elegendő. A közölt formulából a *KBF* határát könnyen levezethetjük. A vállalat első berendezése oszthatatlan eszközökből áll 5 éves használati idővel, így az újra beruházási periódus 5 év. Mivel a bruttó érték egy újra beruházási periódus után

megtérül,  $n = 1$ , a *KBF* a következő lesz:  $KBF = 2 \times \frac{n}{n+1} = 2 \times \frac{1}{1+1} = 1$ . Tehát a periódus

kapacitás nem emelkedik. Amennyiben 100 darab eszközből áll az első berendezés állomány, úgy az újra beruházási periódus  $5/100 = 0,05$  év, az újra beruházási periódusok száma  $n = 5/0,05 = 100$  és a *KBF* értékét a következőképpen számolhatjuk:

$KBF = 2 \times \frac{100}{100+1} = 1,9802$ . Tehát feltételezve az eszközök oszthatóságát, minél nagyobb az

első berendezés állományba tartozó eszközök száma, annál inkább közelít a *KBF* a 2 értékhatárhoz. Ezt támasztja alá a 6-4. táblázatban közölt példa is.

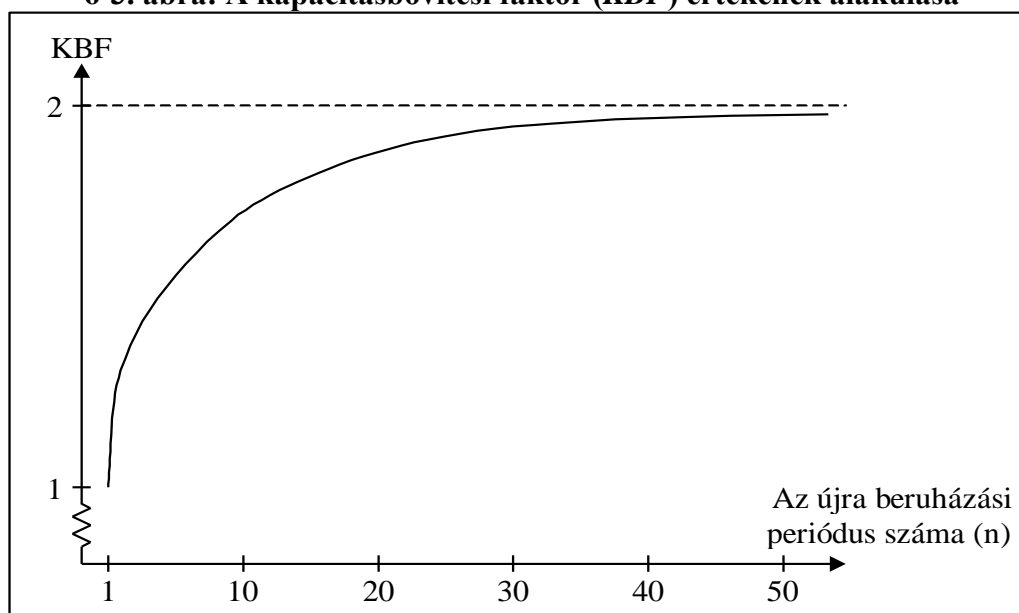
**6-4. táblázat: A kapacitásbővítési faktor (*KBF*) értékének alakulása**

Észk. száma az 1. berendezés esetén	1	2	5	10	20	50	100	200
Újra beruházási periódus években	5	2,5	1	0,5	0,25	0,10	0,05	0,025
Használati idő (n)	1	2	5	10	20	50	100	200
<i>KBF</i>	1	1,3333	1,667	1,8182	1,9048	1,9608	1,9802	1,990

Forrás: Saját számításon alapuló szerkesztés

A 6-4. táblázatban közölt számszaki összefüggéseket a 6-3. ábra szemlélteti.

6-3. ábra: A kapacitásbővítési faktor (KBF) értékének alakulása



Forrás: Saját szerkesztés

Kísérjük figyelemmel a periódus kapacitás alakulását a következő példában!

A társaság első berendezés állománya 5 darab eszközből áll 100 millió HUF bruttó értékkel. Az eszközöket lineárisan 5 év alatt írják le. Évente a teljesítmény (periódus kapacitás) 20 000 egység (darab), a teljes kapacitás 500 000 darab (20 000 darab szorozva az 5 darab eszközzel, és mindez szorozva az 5 év használati idővel). Egy év leírasi ellenértékét ennek az évnek a végén azonos technikájú, azonos használati idejű és változatlan újraberuházási áron vásárolt eszközbe investálják. A 6-5. táblázat szemlélteti azt, hogy a periódus kapacitás az 5. évben 200 000 darabra emelkedik, s ezzel megduplázódik. A 6. évtől a már elhasználódott, leírt eszközök selejtezésével a berendezés állomány eszközeinek száma redukálódik. 12 évet tekintve, a periódus kapacitás, a kezdeti kapacitáshoz képest, 1,6-szeresére emelkedik a példában közölt feltevések mellett.

A 6-5. táblázat jelöléseinek magyarázata:

- NY = Nyitó készlet
- A = Amortizáció (leírasi ellenérték)
- Z = Záró készlet
- ( ) = Likvid forrás

**6-5. táblázat: A periódus kapacitás alakulása**

Év	1			2		3		4		5	
Berendezések száma	NY	A	Z	A	Z	A	Z	A	Z	A	Z
1	100	20	80	20	60	20	40	20	20	20	0
2	100	20	80	20	60	20	40	20	20	20	0
3	100	20	80	20	60	20	40	20	20	20	0
4	100	20	80	20	60	20	40	20	20	20	0
5	100	<u>20</u>	80	20	60	20	40	20	20	20	0
6		100	→ 100	<u>20</u>	80	20	60	20	40	20	20
7				120	↕ 100	20	80	20	60	20	40
8					(20)	(20)		20	80	20	60
9						160	↕ 100	(60)			
10							(60)	220	↕ 100	20	80
11									↕ 100	20	80
12									(20)	(20)	
13										220	↕ 100
14											↕ 100
15											(20)
16											
17											
18											
19											
20											
21											
22											
Könyvszerinti érték	500		500		480		440		480		480
Likvid forrás					20		60		20		20
Összes berendezés		5		6		7		8		10	
Periódus kapacitás 1 000 egységben ( éves teljesítmény 20 000 egység berendezésenként)		100		120		140		160		200	

6		7		8		9		10		11		12	
A	Z	A	Z	A	Z	A	Z	A	Z	A	Z	A	Z
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
20	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
20	20	20	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
20	40	20	20	20	0	-	-	-	-	-	-	-	-
20	60	20	40	20	20	20	0	-	-	-	-	-	-
20	60	20	40	20	20	20	0	-	-	-	-	-	-
20	80	20	60	20	40	20	20	20	0	-	-	-	-
20	80	20	60	20	40	20	20	20	0	-	-	-	-
(20)													
160	100	20	80	20	60	20	40	20	20	20	0	-	-
	(60)	(60)											
		200	100	20	80	20	60	20	40	20	20	20	0
			100	20	80	20	60	20	40	20	20	20	0
				160	100	20	80	20	60	20	40	20	20
					(60)	(60)							
						220	100	20	80	20	60	20	40
							100	20	80	20	60	20	40
							(20)	(20)					
								180	100	20	80	20	60
									(80)	(80)			
										220	100	20	80
											100	20	80
											(20)	(20)	
												180	100
													(80)
	440		500		440		480		420		480		420
	60		-		60		20		80		20		80
7		7		8		8		8		7		8	
140		140		160		160		160		140		160	

Forrás: Saját számításon alapuló szerkesztés

Ennek a résznek a végén még egyszer – a közreadott példa kifejezőerejének megítéléséhez – ráirányítjuk a figyelmet a **korlátozó feltevésekre**:

1. Az értékcsökkenési leírás éves értékei azonosak, s azok pontosan megfelelnek a teljesítőképesség csökkenésének, azaz a teljes kapacitás mérséklésének.
2. Az adott periódus amortizációja az adott periódus végén likvid formában rendelkezésre áll és azonnal újra befektethető.
3. A periódus kapacitás minden eszköznél konstans marad a használati időtartam végéig. Azonos a gazdaságilag és technikailag használatos élettartam is.
4. A teljes kapacitás csökkenése az adott periódus leírási ellenértékének újra felhasználásával – ha lehetséges – az adott vagy a következő periódusban kompenzálható. Tehát hosszú távon a vállalati teljes kapacitás is konstans.
5. Az új eszközök technikai és újraberzerzési árai megfelelnek a réginek.

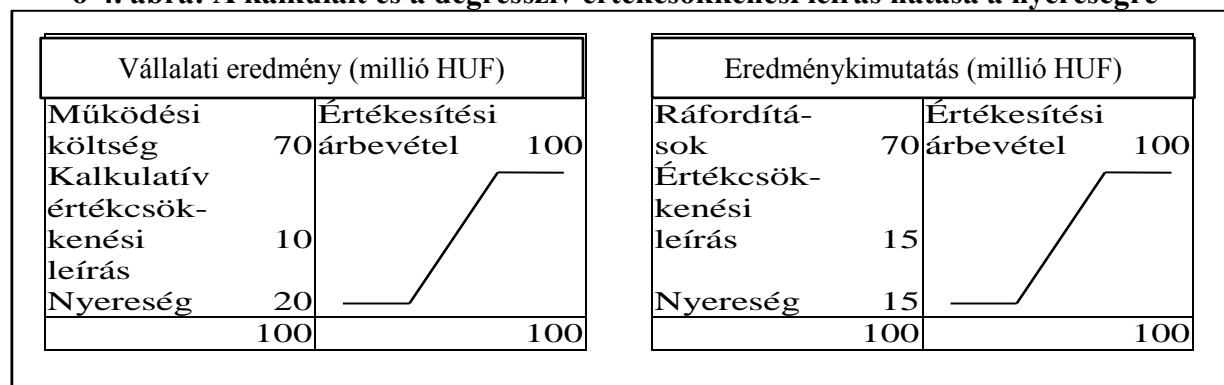
### ■ A teljes kapacitás bővítése leírási ellenértékből

Eddig azt feltételeztük, hogy a leírási ellenérték időbeni alakulása megfelel a használt eszköz értékcsökkenési leírás alakulásának és – szintén az egyszerűsítés érdekében – lineáris elszámolás mellett végeztük számításainkat. Foglalkozunk a degresszíven történő amortizáció elszámolását feltételező kapacitásbővítési lehetőséggel is!

Induljunk ki abból a reális feltevésből, hogy a leírási ellenérték az első években nagyobb, mint az értékcsökkenés, ezért az újra beruházáshoz szükséges finanszírozási forrás összetételét tekintve nyereség és amortizáció. Tehát továbbra is önfinanszírozási módozatról van szó. Ismét példa segítségével illusztráljuk az összefüggéseket.

Az eszköz bruttó értéke legyen 100 millió HUF, s ezzel az eszközzel előállított nyitó késztermék állomány önköltsége 80 millió HUF, amelyből a kalkulált leírás 10 millió HUF. Az eszköz használati időtartama 10 év. A költségkalkuláció készítésénél lineáris leírást, az eredménykimutatás készítésekor az első öt évben 15%-os degresszív leírási kulcsot alkalmaznak. Ha az értékesítési árbevétel nemcsak a kalkulált értékcsökkenési leírást, hanem a degresszíven elszámolt leírást is fedezi, akkor a 2. évtől kezdődően több (kiegészítő) pénzügyi forrás áll rendelkezésre, mint a lineárisan elszámolt amortizáció esetén. Az 1. évet tekintve, a 100 millió HUF értékesítési árbevételből a 10 millió HUF kalkulált értékcsökkenési leírást figyelembe véve a (bruttó) nyereség 20 millió HUF, miközben az eredménykimutatásban a degresszív leírás miatt 15 millió HUF. A **6-4. ábra** szemlélteti ezt az összefüggést.

**6-4. ábra: A kalkulált és a degresszív értékcsökkenési leírás hatása a nyereségre**



*Forrás: Saját szerkesztés*

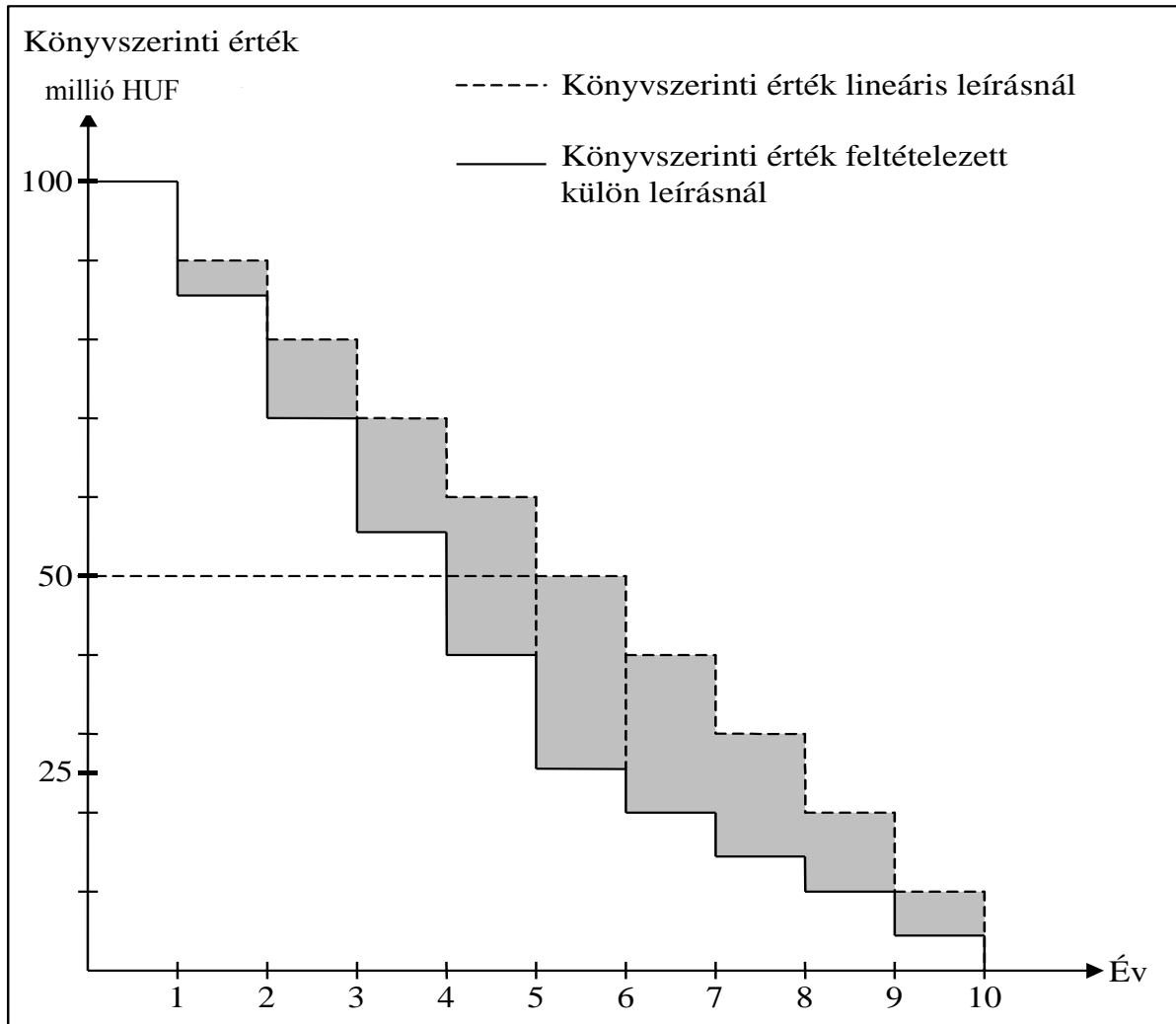
A vizsgált esetben a vállalati vagyon átstrukturálódik: az eszköz kalkulatív értékcsökkenése 10 millió HUF, ami likvid forrás. A likvid forrásnak ezt a növekedését a mérlegben a befektetett eszköz megfelelő könyvszerinti értékcsökkenése ("megoszlási leírás") kompenzálja, ami 15

millió HUF. A különbség 5 millió HUF, ami a vállalat számára nem nyereség, mivel azt könyvszerinti felhasználásként számolták el.

A belső finanszírozás fent ábrázolt formája a leírási ellenérték számításával úgy tekinthető, mint részben titkos önfinszírozás (vagyonnövekedés), részben a vállalati vagyon szerkezet változása (vagyon átstrukturálása).

A **6-5. ábra** szemlélteti az eszköz könyvszerinti értékének alakulását a lineáris és a degresszív (külön) leírás alkalmazása esetén.

**6-5. ábra: Az eszköz könyvszerinti értékének alakulása lineáris és degresszív értékcsökkenési leírásnál**



Forrás: Saját szerkesztés

A leírási ellenérték a degresszív (külön) leírás esetén újra beruházható, így nemcsak a periódus kapacitás, hanem a vállalati teljes kapacitás is bővíthető. Nézzünk erre az esetre is egy példát!

Az MNO Zrt 20 darab eszközzel rendelkezik, a bruttó érték – egyenként – 1 millió HUF, a használati időtartam 10 év. Egy eszköz periódus kapacitása 5 000 darab termék. A leírási ellenértéket az év végén azonos eszközbe újra beruházzák. A **6-6. táblázat** közli a könyvszerinti érték és kapacitás alakulását lineáris és degresszív leírás esetén.



**6-6. táblázat: A könyvszerinti érték és kapacitás alakulása kétféle értékcsökkenési leírásnál**

<b>I. Lineáris leírás (Értékcsökkenés = Értékfogyasztás) 10%-os kulcs mellett</b>				
Év	Eszközök száma	Könyvszerinti érték és leírás (millió HUF)	Periódus kapacitás (darab)	Teljes kapacitás (darab)
1.	20	20,0 <u>- 2,0</u> 18,0	20×5 000 = 100 000	20×5 000×10 = 1 000 000 <u>- 20×5 000×1 = 100 000</u> 900 000
	2	+ 2,0		+2×5 000×10 = 100 000
2.	22	20,0	22×5 000 = 110 000	1 000 000
<b>II. Degresszív leírás 15%-os kulcs mellett</b>				
1.	20	20,0 <u>- 3,0</u> 17,0	20×5 000 = 100 000	20×5 000×10 = 1 000 000 <u>- 20×5 000×1 = 100 000</u> 900 000
	3	+ 3,0		+3×5 000×10 = 150 000
2.	23	20,0	23×5 000 = 115 000	1 050 000

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

Tehát a degresszív leírás alkalmazása esetén eggyel több eszköz szerezhető be. Ennek megfelelően a periódus és a teljes kapacitás emelkedik a lineáris leírásnál bemutatott értékekhez képest, míg a befektetett eszközök könyvszerinti értéke változatlan marad.

#### ■ A külső tőkeigény redukálása a leírási ellenérték bevonásával

Az eddig közölt példákban azt feltételeztük, hogy az első berendezést külső forrásból finanszírozták. Annak érdekében, hogy bemutassuk a leírási ellenérték bevonásának lehetőségét, gondoljuk át a következő példászerű esetet. Példavállalatunk vásárol öt egymást követő évben olyan eszközöket, amelyek külön-külön 12 000 darabos periódus kapacitással, 1 millió HUF összegű bruttó értékkel jellemezhetők. Tehát a külső tőkeigény 5 millió HUF. Lineáris leírás feltevése mellett 5 éven át, az év végi leírási ellenérték újra beruházásával az 5. évben a teljes kapacitás felső határa 300 000 darab (5 darab eszköz, 12 000 darab periódus kapacitás, 5 év használati idő szorzata), vagyis konstans marad a növekvő periódus kapacitás ellenére. A leírási ellenérték a következő eszköz finanszírozásához azonnal felhasználható, s ezáltal mérséklődik a külső tőkeigény. A következő évben az 5 gép beszerzése után a periódus kapacitás már nem bővíthető leírási ellenértékből, mivel ez már a pótlólagos beszerzéshez szükséges.

Folytassuk az előbbi gondolatmenetet! Az 1. berendezés leírási ellenértéke az 1. év végén 200 ezer HUF, amit a 2. eszköz beszerzésének finanszírozásához felhasználhatnak, ezért csak 800 ezer HUF külső forrást kell igénybe venni. A 2. év végi leírás 400 ezer HUF, következésképpen a 3. eszköz megvásárlásának finanszírozásához már csak 600 ezer HUF külső forrás kell. A példa és a **6-7. táblázat** alapján 5 millió HUF a teljes beruházás, amelyhez csak 3 millió HUF külső forrás szükséges, mivel 2 millió HUF leírási ellenérték rendelkezésre áll. A teljes kapacitás az 5. évben csak 180 000 darab. A leírásból történő finanszírozás emelheti a periódus kapacitást. Miközben a cég az 1. évben a teljes kapacitás felső határának 20 százalékát éri el (60 000 darab osztva a 300 000 darabbal), addig az 5. évben ez 33,33 százalékkal emelkedik. Az 5. évtől – a feltevések szerint – nincsen további emelkedés.

**6-7. táblázat: Példa a periódus kapacitás és a teljes kapacitás számításához a külső tőkeigény redukálása mellett**

Év	Gépek száma	Bruttó érték/gép (millió HUF)	Finanszírozás külső forrásból (millió HUF)	Finanszírozás leírási ellenértékből (millió HUF)	Periódus kapacitás (darab)	Teljes kapacitás* (darab)
1.	1	1,0	1,0	-	12 000	60 000
2.	2	1,0	0,8	0,2	24 000	108 000
3.	3	1,0	0,6	0,4	36 000	144 000
4.	4	1,0	0,4	0,6	48 000	168 000
5.	5	1,0	0,2	0,8	60 000	180 000
6.	5	1,0 (1. gép pótlása)	-	1,0	60 000	180 000
7.	5	1,0 (2. gép pótlása)	-	1,0	60 000	180 000

\*Teljes kapacitás = Periódus kapacitás × A meglévő gépek hátralevő használati időtartama

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

### ■ A kapacitásbővítési hatás korlátozása

A kapacitásbővítési hatáshoz bemutatott számítások számos olyan **feltevésen** alapulnak, amelyek a gyakorlatban nem találhatók. Ebből eredően óva intünk a kapacitásbővítési hatás kvantitatív mértékének túlbecsülésétől és jelentőségétől! Mindenekelőtt felhívjuk a figyelmet arra, hogy **csak akkor merülhet fel kérdésként a kapacitás bővítése, ha adottak az elvárt nyereséget hozó értékesítési lehetőségek**. Ez az eset az, amikor a periódus kapacitás bővítésével a periódus nyeresége is emelkedik. Továbbá nem tekinthetünk el attól sem, hogy a **bemutatott kapacitásbővítési hatás bizonyos korlátozáshoz vezet azáltal, hogy a vizsgált vállalat eszközeinek bővítése rendszerint forgótőke igény növekedéséhez is vezet**. Az eszközállomány fogyása – többek között – megköveteli a pótlólagos munkaerőt és készletállományt. Amennyiben a szükséges forgótőke finanszírozása külső forrással nem lehetséges, úgy nem szükséges a leírási ellenértéket kizárólag – a kapacitásbővítés érdekében – új eszköz beszerzéséhez igénybe venni, azt meg lehet osztani eszközre és forgótőkére. Itt még azt is figyelembe kell venni, hogy a **leírási ellenérték nem mindig áll azonnal rendelkezésre**, hiszen az megtévesülhet követelésekben, kinnlevőségekben vagy késztermék állományban is. Végül pedig ügyeljünk arra is, hogy a lehetséges kapacitásbővítés mértéke az azonos technikájú eszköz emelkedő újra beszerzési árral párosul. Adott esetben **technikai előrelépéssel is számolhatunk az elavult eszközökhöz hasonlóan, ami viszont nagyobb mértékben emeli az eszköz teljesítőképességét a beszerzési ár emelkedéséhez képest, s növeli a lehetséges kapacitásbővítési hatás mértékét**.

A vállalatok nemcsak a fizetőképességet akarják biztosítani, hanem azt optimálisan szeretnék elérni. Ehhez szükséges a rendelkezésre álló eszközök és a fizetési forgalom gazdaságilag helyes diszponálása. Tehát a központi feladat a likviditás – lehetőség szerint – gazdaságos irányítása hatékony rövid távú pénzügyi diszpozícióban. Nem hagyható figyelmen kívül a likviditás fenntartása, mint a biztonság és a megtérülés közötti összhang biztosítása. Ezt pedig azért kell figyelembe vennünk, mert az eszközök likviditása és profithozó képessége között ellentétes irányú a kapcsolat. Minél likvidebb egy eszköz, annál kevésbé jövedelmező a birtokban tartása (például pénzeszköz).

**Megtérülési** (tőkejövedelmezőségi) **követelmény** nélkül értelmetlen lenne a tőkét vállalkozásokba fektetni. Abból, hogy a tőkét a vállalkozásba fektetik és vele tőkehozadékot érnek el, nem lehet messzemenő következtetéseket levonni a vállalkozás életképességére vonatkozóan. Induljunk ki abból az esetből, amikor a vállalkozás jövedelmező (**6-8. táblázat**)!

**6-8. táblázat: Jövedelmező, de fizetéképtelen vállalkozás mérlege**

<i>Mérleg 20... 12. 31. (millió HUF)</i>			
<i>Aktíva</i>		<i>Passzíva</i>	
Befektetett eszközök	60	Saját tőke	40
Készletek és követelések	30	Hosszú lejáratú kötelezettségek	15
Pénzeszközök	10	Rövid lejáratú kötelezettségek	37
		Mérleg szerinti eredmény	8
Összesen	100	Összesen	100

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

Láthatjuk azt, hogy a vállalkozás rövid lejáratú kötelezettségeinek (37) teljesítéséhez nem rendelkezik elegendő pénzeszközzel (10). Ha a befektetett eszközeinek és/vagy készleteinek egy részét nem tudja értékesíteni vagy további finanszírozót nem talál, annak ellenére, hogy a saját tőke megtérülése  $20\% \left( = \frac{8}{40} \times 100 \right)$ , fizetéképtelenné válik, csődbe jut.

Más helyzet előtt állunk akkor, ha a vállalkozás mérlege a **6-9. táblázat** struktúráját mutatja.

**6-9. táblázat: Fizetőképességű, de nem jövedelmező vállalkozás mérlege**

<i>Mérleg 20... 12. 31. (millió HUF)</i>			
<i>Aktíva</i>		<i>Passzíva</i>	
Befektetett eszközök	30	Saját tőke	65
Készletek és követelések	20	Hosszú lejáratú kötelezettségek	15
Pénzeszközök	50	Rövid lejáratú kötelezettségek	20
Összesen	100	Összesen	100

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

A vállalkozás ebben az esetben szerfölött likvid, de a gazdálkodás nem jövedelmező (nulla a mérleg szerinti eredmény), eszközeinek jelentős részét pénzeszközökben tartja. A vállalkozás által követett pénzügyi politika könnyen azzal a veszéllyel járhat, hogy a piacon elveszti versenyképességét, mert beruházásokkal nem fejleszti technikáját, nem fordít kellő gondot az innovációra.

Egy vállalkozásnak arra kell törekednie, hogy a két véglet (jövedelmező, de nem likvid, illetve likvid, de nem jövedelmező) között megtalálja annak lehetőségét, hogy úgy legyen tevékenysége jövedelmező, hogy egyidejűleg fizetőképességét is fenn tudja tartani. Erre szolgál példaként a **6-10. táblázat** sorai.

**6-10. táblázat: Jövedelmező és fizetőképességű vállalkozás mérlege**

<i>Mérleg 20... 12. 31. (millió HUF)</i>			
<i>Aktíva</i>		<i>Passzíva</i>	
Befektetett eszközök	60	Saját tőke	50
Készletek és követelések	15	Hosszú lejáratú kötelezettségek	15
Pénzeszközök	25	Rövid lejáratú kötelezettségek	20
		Mérleg szerinti eredmény	15
Összesen	100	Összesen	100

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

Ebben a helyzetben a saját tőke megtérülése  $30\%$ -os  $\left( = \frac{15}{50} \times 100 \right)$  és a likviditás  $\left( \frac{15 + 25}{20} = 2 \right)$  már összhangban vannak, a vállalkozás életképessége hosszabb távon is biztosítottnak látszik.

Ez az utóbbi három mérlegelés is arra utal, amit az operatív gazdálkodási területek céljaként megfogalmazunk: "Jövedelmezően gazdálkodni, miközben fizetőképesek maradunk!" Ez csak az utóbbi esetben sikerült a közreadott három eset közül.

Ebben a fejezetben eddig igazolni szeretnénk volna azt, hogy a tőke kivonással összekapcsolt menedzselési feladatok a vállalkozások több élet- és működési szakaszában előfordulhat. A továbbiakban a tőke kivonási projektekre vonatkozó döntési folyamatot gondoljuk végig, majd egy esetelemzéssel zárunk.

#### 6.1.4. A célrendszer jelentősége a vállalati tőke kivonási döntéshozatalhoz

**A tőke kivonási projekt pénzügyi és stratégiai jelentőségét egymástól el kell határolnunk.** A **pénzügyi komponens** jelenti a projektből **közvetlenül** származó jelenben elért és a prognosztizált jövőben várható monetáris hozzájárulás mértékét a vállalati cél teljesítéséhez. Ez a hozzájárulás az a pénzáram, amely a vállalati részegység (telephely, divízió, stb.) és az anyavállalat mint központ (vagy székhely) között merül fel. Ez egy **aktualizálható, mérhető sikermércét** jelöl. Ezzel szemben a vállalati egység stratégiai jelentősége úgy fogalmazható meg, hogy ezen egység intézkedései más vállalati területekkel való együttműködésben hogyan és mennyiben járulnak hozzá a vállalati sikerpozíció eléréséhez és biztosításához. Tehát a **stratégiai komponens** esetén a vállalati egység **nem közvetlenül járul** hozzá az összcélok teljesítéséhez, hanem azt támogatja, amit a vállalati rész teljesíteni tud vagy teljesíthet a teljes stratégia megvalósításakor. A stratégiai jelentőség megítélése **nem az aktuális sikermércére orientálódik**.

**A vállalati egység pénzügyi és stratégiai hozzájárulása között különböző kapcsolatok létezhetnek.** Például konfliktus-kapcsolat esetén egy vállalati rész pozitív pénzügyi hozzájárulása nem kapcsolódik össze annak stratégiai jelentőségével és ez fordítva is lehet. Harmonikus a kapcsolat akkor, ha a megfelelő pénzügyi hozzájárulás egybefonódik a stratégiai jelentőséggel. Tehát a dezinvestíciós megfontolásokhoz a vállalati részeket azonosíthatjuk vagy úgy, hogy

- a pénzügyi hozzájárulás és a stratégiai jelentőség egyaránt elégtelen, vagy
- a hiányos pénzügyi hozzájárulást nem kompenzálja a stratégiai jelentőség, vagy
- a pozitív pénzügyi hozzájárulás nem kompenzálja az elégtelen stratégiai jelentőséget.

A pénzügyi szempontok mellett vizsgált lehetőségeket – "tovább vezetni vagy tőkét kivonni" – aszerint mérlegelhetjük, hogy melyik alternatívának a jövőbeni többlet pénzáramából számolható jelenértéke a legnagyobb. Egy ilyen kritérium követése jelenti egyúttal a Rappaport-féle *Shareholder Value* (SV) maximalizálását, s ugyanakkor az SV maximalizálás célja konzisztens és alkalmas cél minden egyes vállalati egység tőke kivonási lehetőségeinek értékeléséhez.

**A vállalati részeknek nemcsak pénzügyi, hanem stratégiai szempontból is hozzá kell járulniuk a többlet pénzáram hosszú távú maximalizálásához.** Egy ilyen stratégiai jelentőségű hozzájárulást azok az intézkedések biztosítanak, amelyekkel a jövőbeni sikerpozíciót elérhetjük vagy biztosíthatjuk. A rohamosan változó környezeti feltételek között a vállalat "túlélését" akkor biztosíthatjuk, ha a vállalati menedzsment megpróbálja a jövőben sikerrel kecsegtető vállalati területeket vagy üzletágakat felismerni és megállapítani azt, hogy melyik területekre koncentrálja a szűk tartalékokat a jövőbeni tőkefinanszírozási potenciál realizálása érdekében. Mivel a piacok, a fogyasztói szükségletek, a technológiák, a vevők, a versenytársak az értékesítési utak, stb. változásával jellemezhetők, nem tűnik ésszerűnek a jelenlegi értékesítési árbevétel és környezeti trendet kivetíteni a jövőbe, s ez alapján investálni az egyes vállalati részekbe, illetve azokból tőkét kivonni. A vállalati menedzsmentnek a

stratégiai tervezéssel olyan alternatívákat kell kidolgozni, amelyek a vállalat létét és/vagy növekedését a jövőben is biztosítják.

Egy vállalati részegység stratégiai jelentősége abban áll, hogy a kívánt állapot elérését biztosítja, támogatja. Amennyiben a vállalati rész további vezetése lehetséges, úgy ez a rész a vállalat, mint egész hosszú távú célkitűzését pozitívan befolyásolja. Ha pedig a vállalati egység tőkekivonást 'igényel', akkor arra vagy stratégiai szempontból nincs szükség, vagy olyan sok tőkét köt le, hogy a hosszú távú cél elérését negatívan befolyásolja. A továbbiakban egy rövid javaslattal feltárhatjuk azt, hogy mennyire jelentős a vállalati terület stratégiai szempontból a kívánt célkitűzés teljesítésében. (Megjegyezzük azt, hogy a vállalati stratégia nem formálható meg általános érvényességgel minden vállalat számára, mivel azt minden vállalat saját maga egy kreatív folyamat eredményeképpen alkotja meg.)

Michael Porter a vállalati stratégiákat a szerint különbözteti meg, és sorolja **3 csoportba** annak függvényében, hogy azokkal hogyan érhetünk el versenyelőnyöket és hogyan győzhetjük le a versenytársakat:

### **1. Átfogó költségvető stratégia**

Költségelőny elérése az üzletágon belül a termelési berendezések hatékony mértékű agresszív kiépítésével, a tapasztalati görbe költségcsökkentő hatásának kihasználásával, a változó és fix költségek szigorú ellenőrzésével, a költség minimalizálása a K+F, szerviz, reklám, stb. területén. A költségelőny eléréséhez a versenytársakkal szemben minden körülmények között szükséges az, hogy magas legyen a piaci részesedés, a nyersanyagokat kedvező módon lehessen elérni, az azonos termékekből széles legyen a választék. A vállalati terület stratégiai jelentősége ezen aspektus mellett abban áll, hogy például a nyersanyag bázist biztosítja az egész vállalat számára vagy magas piaci részesedést biztosít az identikus, vagy rokon termékek kínálásával a darabköltség előnyökkel, avagy egy jól kiképzett vevői és piaci elosztó hálózat elérésével. Azt azonban meg kell jegyeznünk, hogy ez stratégia nem a minőség feladásából származik.

### **2. Differenciáló stratégia**

Egy terméket vagy szolgáltatást azzal a céllal differenciálnak, hogy az az üzletágban egyedülállónak tekintendő. Ide tartozik a márkanév, egy speciális design, magas értékű technológia, egy átfogó kereskedelmi és értékesítési hálózat, stb. kiépítése. A vállalati terület stratégiai jelentősége ezen aspektus mellett abban van, hogy például ez a rész rendelkezik márkanévvel vagy elosztó hálózattal. Ebben az esetben a cég 2 lehetőség közül választhat: a versenytársaival azonos áron, de magasabb minőségű termék/szolgáltatás kínálata révén növeli piaci részesedését, vagy a magasabb minőség nyújtásáért magasabb árat kér. Szorosan kapcsolódik ehhez a stratégiához a **diverzifikálás stratégiája**. (Porter ezt nem nevezi meg.) A diverzifikálás célja a hosszú távú hozam (pénzáram) növekedés mellett a kockázat csökkentése a létező termékválaszték bővítésével. A termékpaletta bővítése azt feltételezi, hogy korán kifutó termékekről legyen szó. A vállalat megpróbál "új alapköveket szerezni" és investálni új, növekvő piacokra. Az új termékek vagy hasonlóak a régiekhez, vagy a Porter-féle felfogásban differenciáltak, vagy pedig egymástól nagyon különböző termékek, amelyekkel diverzifikációs hatás érhető el. A vállalati terület stratégiai jelentősége ezen stratégia alapján abban van, hogy éppen ezen vállalati egység termék kínálata olyan, amit a diverzifikációs stratégia az előzőek szerint megkövetel. (Az új termék diverzifikálása mellett új piac diverzifikálására is lehet törekedni. Ekkor már létező vagy kis mértékben módosított terméket új piacokra, növekedési kilátásokkal vezetnek be.)

### **3. "Koncentráltni a súlypontokra"-stratégia**

Itt nem az átlagos vevőkre, hanem a piaci *niche*-re helyezi a vállalat a hangsúlyt, ami lehet egy termékprogram meghatározott része, regionális piac vagy vevői csoport. A vállalati terület stratégiai jelentősége ezen stratégia alapján abban van, hogy éppen ez a vállalati rész a kiválasztott súlypontot támogatja. Például egy kiterjedt elosztó hálózat vagy know-how a választott vállalati területen. Olyan területekről van szó, amelyeket legkevésbé sebezhetnek

meg a helyettesítő termékek vagy ahol leggyengébbek a versenytársak. Éppen ezen stratégia választása esetén tűnik ki leginkább az, hogy a lehetséges dezinvestíciós projekt nem illik a vállalat stratégiai koncepciójába.

Az alábbi **6-11. táblázat** áttekinti az említett három stratégia egyéb követelményeit is (Katits 2002).

**6-11. táblázat: A három stratégia egyéb követelményei**

Megnevezés	Szükséges szakértelem és erőforrás	Szükséges szervezeti feltétel (felépítés, szabályozási eljárás, ösztönző rendszer)
<b>”Átfogó költségvető szerep”</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tartós tőkelekötés és a tőkéhez való hozzáférés</li> <li>• Műszaki szakértelem</li> <li>• Intenzív munkafelügyelet</li> <li>• A termék gyárthatóságát figyelembe vevő tervezés</li> <li>• Olcsó elosztási rendszer</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Szoros költségellenőrzés</li> <li>• Gyakori részletes beszámoltatás</li> <li>• Strukturált szervezeti és hatáskörök</li> <li>• Szigorú mennyiségi célok elérésén alapuló ösztönzés</li> </ul>
<b>”Differenciálás”</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Erős marketing orientáció</li> <li>• Kreativitás</li> <li>• Képesség az alapkutatásra</li> <li>• Magas minőséggel és/vagy technológiai vezető szereppel szerzett vállalati hírnév</li> <li>• Tartós tradíció az iparágban vagy más üzletágak révén megszerzett szak-értelem kivételes együttese</li> <li>• Szoros együttműködés az értékesítési csatornákkal</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A K+F, a termék és a marketing szoros összehangolása</li> <li>• Szubjektív megítélés és ösztönzés a mennyiségi mérőszámok helyett</li> <li>• Kedvezmények a magas szakképzett-ségű munkaerő vagy kreatív emberek vonzása céljából</li> </ul>
<b>”Koncentrálni a súlypontokra”</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A fenti politikák kombinációja az adott stratégiai célra irányozva</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A fenti politikák kombinációja az adott stratégiai célra irányozva</li> </ul>

*Forrás:* Katits, 2002.

Bár Porter úgy véli, hogy ezek a stratégiák kölcsönösen kizárják egymást, a gyakorlatban azonban találhatunk példákat az ún. **hibrid stratégiák** alkalmazására is. Ezen stratégiákat követő vállalatok alapvető kompetenciájukra építve úgy képesek javítani a költséghatékonyan, hogy a fontosnak tartott minőségi dimenziókat is egyidejűleg fejlesztik (Johnson – Scholes – Whittington 2006, 250).

A leírtak alapján azt mondhatjuk, hogy egy vállalati részegység több stratégiát is követhet.

Például egy európai elosztó hálózat működtetésére létrejött társaság

- elérhet magas piaci részesedést költségcsökkentéssel vagy

- egy létező terméket az elosztó és szervizszolgáltató hálózat támogat, vagy

- egy létező termék(programmal) egy piaci *niche*-re (például itt Európában vagy éppen Ázsiában) koncentrálni.

Tehát észrevehetjük azt, hogy **egy dezinvestíciós projekt alapjául szolgáló vállalati részegység stratégiai jelentősége sokféle lehet**. A tőke kivonási döntési folyamat keretében egy projekt potenciális stratégiai jelentőségét éppen azért kell felülvizsgálni, hogy az ne akadályozza a hosszú távú stratégiát egy elhamarkodott dezinvestíció végrehajtásával.

A pénzügyi célkitűzésekhez hasonlóan a **stratégiai célkitűzéseknél is kell egy olyan kritériumot** találnunk, **amelynek segítségével a stratégiát értékelhetjük**. Alapjában véve itt a kritériumok két nagy csoportja különböztethető meg: **kvantitatív és kvalitatív kritériumok**. **Redukáljuk a kritériumokat, s a stratégiai döntést hozzuk meg a pénzáram szemlélet alapján!** Ez esetben viszont ismét azokat a döntési kritériumokat alkalmazhatjuk, amelyek a

beruházási döntéseknél, értékeléseknél is használatosak. Hasonlóképpen alkalmazhatjuk a Rappaport-féle SV-koncepciót is, ami egy stratégia gazdasági sikerét a vállalat részvényese szempontjából méri. Például egybe lehet vetni egy új stratégiából származó *cash flow* tőkekölséggel diszkontált jelenértékét az eddigi stratégia folytatásának jelenértékével.

A beruházási döntési kritériumok felhasználása a stratégiai döntésekhez tetemes problémával jár: adatok beszerzése, különösen a pénzáramot determináló tervezési-prognózis (vagyis input) adatok (árak, értékesítési volumen, beruházási kiadás, működési költségek, stb.). A beruházás számítás eredményének érzékenysége az input-adatok kis mértékű változására és az eleve létező prognózis bizonytalanság kétségessé teheti a hosszú távra kitekintő stratégiai döntés meghozatalának hatékonyságát.<sup>23</sup> Ez a mondat első hallásra a beruházási döntési kritériumok elvetését jelenthetné, de ha jól belegondolunk, akkor prognózis-bizonytalanság mindig fennáll, az érzékenység vizsgálattal pedig éppen megerősíthetjük a bizalmunkat a választott stratégia megvalósítása mellett, vagy kételyeinket még tovább növelheti a választott stratégia elvetésében. Hangsúlyozzuk azonban azt, hogy az érzékenység-elemzés a döntési problémát bizonytalanságnál nem oldja meg, viszont betekintést ad egy stratégia alapjául szolgáló beruházási projekt struktúrájába és megmutatja a bizonytalanság, a vállalati kockázat kihatásait. Olyan kiegészítő információkhoz jutunk, amellyel a döntési probléma bizonytalanságát mérsékelhetjük.

Az alábbi **két követelményt** szükségesnek tartjuk a tőkekivonásra 'ítélt jelöltek', projektek azonosításához:

**1. Egy potenciális dezinvestíciós projekt észlelése időben történjen**, s ezzel az ellenintézkedéseket korán vezessék be azért, hogy a vállalat egészét érintő, a célmegsértésből eredő negatív következményeket megakadályozzák, mérsékeljék, korlátozzák.

**2. A dezinvestíciós projekteket rendszeres, rutinszerű felülvizsgálat alapján kell meghatároznunk.** A stratégiai tervezés és a kontrolling módszereit – a vállalati részegység megfigyeléséhez, felügyeletéhez, irányításához – is be kell vonni a projektek azonosításához. Talán itt nem tűnik merésznek az a kijelentés, hogy ezen felül pótlólagos ráfordítást nem igényel a potenciális tőkekivonási projekt felismerése.

#### 6.1.5. A vállalati tőkekivonási döntési folyamatot kiváltó tényezők

A **tőkekivonási lehetőségek felismerését** az alábbiak befolyásolják:

- A vállalati részek működésének folyamatos felügyelete azt eredményezi, hogy ezek a területek pénzügyi szempontból nem felelnek meg a vállalati követelményeknek. Erre azt a példa említjük meg, ahol a megfigyelt terület megtérülése nem éri el a várható megtérülés nagyságát. Minden vállalati részegységre létezik terv/tény megtérülés számítás, amelynek eredményét a megkövetelt megtérüléssel kell összehasonlítani. Amennyiben a megtérülés a megkövetelt megtérülést nem éri el, úgy – a stratégiai helyzet figyelembe vétele nélkül – dezinvestíciós döntési folyamat indul el. Tehát **pénzügyi ok** a tőkekivonást kiváltó-kezdeményező tényező.

- A vállalati stratégiai tervezés mutatja azt, hogy az egyes vállalati területek nem illenek a vállalat stratégiai, hosszú távú koncepciójába. Ez az eset az, amikor a stratégiai irányváltás miatt a vállalati egység már nem illik a vállalat stratégiai elképzelésébe vagy nem tud ahhoz alkalmazkodni, s lemarad. A vállalatnak meg kell gondolni azt, hogy milyen stratégiai célok elérésére törekszik és a vállalati egységnek mekkora jelentősége van a stratégia követésében, valóra váltásában. Ha ez esetben elutasító választ kapunk, akkor – a pénzügyi helyzet figyelembe vétele nélkül – egy dezinvestíciós döntési folyamat indul el. Tehát **stratégiai ok** a tőkekivonást kiváltó-kezdeményező tényező.

---

<sup>23</sup> Az angol-amerikai szakirodalomban jelent meg először a pénzügyi opciókra kifejlesztett reálopció teória felhasználása a stratégiák értékeléséhez. Itt a beruházást egy jövőbeli beruházási lehetőségre szóló reálopciónak tekintjük, ami nyilvánvalóan a vállalat értékét emeli.

- Egy további tőkekivonást kiváltó-kezdeményező tényező a **vállalati körülményen kívül álló**. Például vételi ajánlat a vállalat egyik egységére. Mivel ebben az anyagban a vállalat belüli történések, folyamatok állnak előtérben, ezzel a tőkekivonást kiváltó tényezővel a továbbiakban nem foglalkozunk.

A **6-12. táblázatban** közlünk néhány tipikus, tőkekivonási döntési folyamatot kiváltó belső és külső tényezőt. A felsorolt tényezők között vannak olyanok, amelyek sürgősen kikényszerítik a tőkekivonást és konkrét kezelési módokat kívánnak.

**6-12. táblázat: A dezinvestíciós döntési folyamatot kiváltó tényezők<sup>24</sup>**

Belső tényezők	Külső tényezők
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Menedzsment váltás</li> <li>• Egy termék és/vagy projekt életciklusának vége</li> <li>• Újabb technológia vagy termék/szolgáltatás felbukkanása</li> <li>• Beruházás más szektorba</li> <li>• Hibás beruházás</li> <li>• Új ötletek</li> <li>• Menedzsment leváltása vagy felmondása</li> <li>• Nem hatékony és nem jövedelmező vállalat(i) egység</li> <li>• Helytelen pénzügyi menedzselés</li> <li>• Személyi problémák</li> <li>• A vezető személyiség halála</li> <li>• Új szállítói szerződések</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Befektető vételi ajánlata</li> <li>• Törvényi változások</li> <li>• Racionalizálás az illető területen</li> <li>• Vertikális integráció vevőnél vagy szállítónál</li> <li>• Horizontális integráció az üzleti szektorban</li> <li>• Új, helyettesítő termék/szolgáltatás</li> <li>• Új konkurencia</li> <li>• Új technológia a versenytársnál</li> <li>• Strukturális válság</li> <li>• Recesszió</li> <li>• Hirtelen változás a vevői magatartásban</li> <li>• Alvállalkozók belépése</li> <li>• Kiszervezés</li> </ul>

*Forrás: Saját szerkesztés*

Ha saját vállalati fejlesztés által kerül ki új termék vagy technológia, akkor eldöntendő kérdés az, hogy mi legyen a létező termékkel vagy technológiával, azaz igényel-e tőkekivonási döntést, avagy sem. Hasonlóképpen, ha a versenytárs fejleszt ki új terméket vagy technológiát, az már közvetlen kezelési-megoldási módot igényel. Az előbbi kisebb problémát jelent, mint az utóbbi. Ennyire élesen ezt a kettőt nem lehet elválasztani! Ugyanígy folytathatnánk a táblázat egyes részei közötti összehasonlítást. Úgy véljük, hogy konkrét esetben könnyebben behatárolhatók a megoldási alternatívák, mint általában. Ellenben kell egy kiindulási pont a dezinvestíciós projektek döntési folyamatának kiváltásához, amit aztán a döntéshozó személyisége, beállítódása nagymértékben befolyásol.

#### 6.1.6. A vállalati dezinvestíciós projekt azonosítása a pénzügyi célmegsértés alapján

Az előző fejezetben, a **6-12. táblázatban** nem választottuk el a pénzügyi tényezőket. Szempontunkból most csak a pénzügyi tényezők lennének a fontosak, vagyis a dezinvestíciós projekt döntési folyamatát kiváltó pénzügyi tényezők feltárása: veszteség a vállalati területen, a termék életciklus vége, régi és elavult termelő berendezések, piaci visszaesés, költségemelkedés, helyettesítő termék, kapacitás fölösleg, magas tőkeigény, elégtelen pénzügyi forrás, stb. Ha ezeket a tényezőket jól átgondoljuk, akkor mindegyik faktor a részterület veszteséges működését vagy elégtelen, alacsony nyereséget hozó tevékenységét determinálják

<sup>24</sup> 1996-2015 közötti időszakban a csőd- és felszámolási eljárás alatt álló 115 magyar vállalat esete alapján állítottuk össze.



– de a menedzsment-hibák, cél-divergencia, a vállalati játéktér korlátozása, személyi problémák is, mint tényezők, a részterület pénzügyi sikertelenségét determinálják. Mindebből arra következtethetünk, hogy egy vállalati egység pénzügyi sikertelenségét kiváltó-kezdemenyező tényezőként vehetjük figyelembe, mivel minden megfigyelt tényező pénzügyi sikertelenséget determinál. **A pénzügyi sikertelenséget kiváltó tényezők ismerete azért fontos, mert kijelölik azokat az intézkedéseket, amelyeket a jelenlegi helyzet legyőzéséhez foganatosíthatunk.**

Mivel a pénzügyi dimenzió vizsgálata szerepel az első helyen, s itt arra a pénzáramra vagyunk tekintettel, ami közvetlenül a vállalati egység és a vállalat, mint központ között áramlik. Pénzügyi megfontolások alapján a “változatlanul tovább vezetett” dezinvestíciós megfontolások akkor kerülnek előtérbe, ha az üzleti egység jövőbeni  $E(R)$  várható megtérülési rátáját nem éri el a menedzsment által, erre a területre kitűzött cél-megtérülési ráta ( $R$ ). A fordított esetben a vállalati egység “értékesítés” és “megszüntetés” alternatívája jön számításba. Megjegyezzük, hogy a **dezinvestíciós megfontolások, döntések alatt nemcsak az értékesítést és a megszüntetést értjük, hanem a vállalati egység továbbvezetését is olyan intézkedések valóra váltásával, amelyek a meglévő szituációt javítják.** Az alábbi 6-4. táblázatban látjuk a pénzügyi kritériumot egy dezinvestíciós döntési folyamat kiváltásához. Tehát ennek a kritériumnak a felállítását kizárólag a vállalat pénzügyi helyzetéből származtathatjuk.

**6-13. táblázat: Pénzügyi kritérium a tőke kivonási döntési folyamat kiváltásához**

Helyzet	Javaslat
$E(R) < R$	Tőke kivonás
$E(R) > R$	Továbbvezetés

*Forrás:* Saját szerkesztés

Egy adott (kontroll)időpontban minél nagyobb az  $E(R)$  várható és az  $R$  megkövetelt megtérülés ráta közötti eltérés az üzletegység javára, annál erősebb a menedzsment szándéka a tőke kivonási döntési folyamat megkezdéséhez. Ezeket a megtérülési értékeket és relációkat az üzleti egység “további életútjának” befolyásolásához akkor használhatjuk, ha

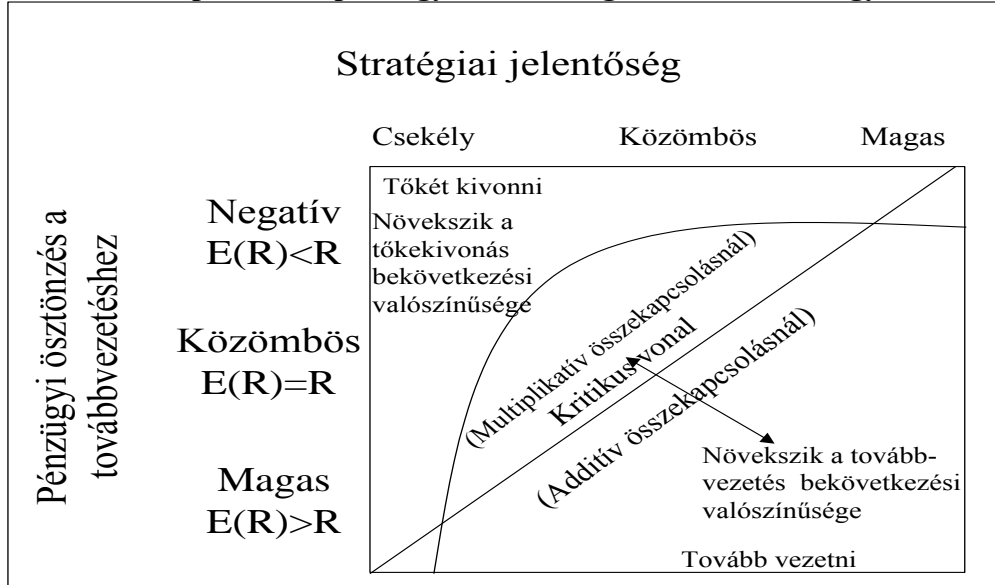
- azokat az üzleti egység aktuális pénzügyi tevékenységéből képezhetjük;
- azok periodikus-specifikusak;
- azokat összefüggésbe hozhatjuk a beruházási döntések alapvető kalkulációs módszereivel;
- azokat a vállalati egység pénzügyi alakulásának függvényében kivethetjük a jövőbe.

Itt azt javasoljuk, hogy a **megtérülés számítását pénzáram szemléletben végezzük el**, mert akkor azokat a releváns pénzáramokat, amelyek a vállalati egység és az összvállalat között jelentkeznek az egyes időpontokban, diszkontálhatjuk a jelenlegi (kontroll)időpontra egy kalkulatív kamatrata segítségével. Amennyiben a jelenérték pozitív, úgy megéri ezt a vállalati egységet tovább vezetni a vállalat egésze szempontjából. Azt viszont ne hagyjuk figyelmen kívül, hogy a kalkulatív kamatrata nagyságát az  $R$  megkövetelt (cél-)megtérülési ráta determinálja. Különben pedig a tőke kivonási megfontolásokat kell bevezetni. Lehetséges itt a belső megtérülési ráta ( $IRR = \text{Internal Rate of Return}$ ) számítása is. Ekkor a részterület tovább vezetése akkor előnyös, ha a további működés  $IRR$  értéke meghaladja az  $R$  megkövetelt megtérülési ráta értékét. (Mivel itt nem egymást kölcsönösen kizáró projektekről van szó, a nettó jelenérték és a belső megtérülési ráta módszerrel hozott döntés eredménye megegyezik, tehát sorolási konfliktus nem lehetséges.) Ugyanakkor az üzleti egységek megítéléséhez a helyes és korrekt eredményszámítás, -kimutatás elkészítése azért kulcsfontosságú, mert a bizonyított és felmutatott sikert az elért teljesítmény értékelési mértékeként foghatjuk fel.

6.1.7. A vállalati tőke kivonási döntéshozatal a pénzügyi és a stratégiai kritériumok alapján

Javasoljuk a dezinvestíciós döntési folyamat megkezdéséhez azt, hogy **szimultán szemléljük a tőke kivonásra kijelölt vállalati egység pénzügyi és stratégiai helyzetét**. Nem elegendő kizárólag egy tényezőt izoláltan szemlélni<sup>25</sup>, hiszen így a vállalati vezetés fontos célkitűzései sérülhetnek. Éppen ezért szükséges **egységes döntési kritériumba** egyesíteni a pénzügyi és stratégiai döntési követelményeket. Ebből a célból bemutatunk egy grafikus modellt. A **6-6. ábra** alapmodellt mutat a pénzügyi és stratégiai kritériumok egyesítéséhez.

**6-6. ábra: Alapmodell a pénzügyi és a stratégiai kritériumok egyesítéséhez**



Forrás: Saját szerkesztés

A **6-6. ábra** szemlélteti egy dezinvestíciós döntési folyamat kiváltásának lehetséges szituációit. Kérdéses az, hogy miképpen alakul a kritikus vonal, amelynek túllépésénél dezinvestíciós megfontolások lépnek fel. Ez az ábra megvilágítja azt, hogy ha egy adott vállalati területnek csekély a stratégiai jelentősége és olyan megtérülést ér el, ami az előírt nyeresáérték alatt, valószínű a tőke kivonás lépésének végrehajtása. Fordított esetben, vagyis ha a szóban forgó vállalati egység pénzügyi helyzete pozitívnak ítéhető meg és magas stratégiai jelentőséggel rendelkezik, akkor azt érdemes tovább vezetni és működtetni.

Tovább elemezve a **6-6. ábrát**, azt láthatjuk, hogy minél távolabb vagyunk az átlótól a bal felső pont irányába, annál jobban emelkedik a jövőben várható dezinvestíció bekövetkezési valószínűsége. Ugyanakkor pedig minél inkább távolodunk az átlótól a jobb alsó pont irányába, annál nagyobb a vállalati rész további vezetésének és működtetésének bekövetkezési valószínűsége. Az, hogy a kritikus vonal hol fekszik, az a pénzügyi és stratégiai kritériumok relatív súlyának kérdése. A kritikus vonal a pénzügyi és stratégiai kritériumok cserélhetőségét mutatja a dezinvestíció és a továbbvezetés közötti közömbösségnél. Itt a vállalati vezetés magatartása is figyelembe vehető a vállalati egység különösen magas stratégiai jelentőségének extrém helyzetében akkor, ha a menedzsmet a tovább vezetést mellett voksol, függetlenül a pénzügyi helyzettől avagy egy olyan fordított helyzetben, amikor erős a pénzügyi ösztönzés a vizsgált vállalati rész tovább vezetéséhez anélkül, hogy tekintettel lennénk annak stratégiai jelentőségére. Matematikailag a kritikus vonal megfelel egy kritikus értéknek ( $K_{kritikus}$ ).

<sup>25</sup> A vállalati részegységek stratégiai jelentőségét olyan stratégiai elemzési módszerekkel tudjuk kimutatni, mint például a PIMS-modell, piaci részesedés-piaci növekedés mátrix, a piaci vonzerő-versenyképesség mátrix, stb.

Mindkét mérőszám – pénzügyi ösztönzés ( $F$ ) és stratégiai jelentőség ( $S$ ) – összekapcsolható, s ezáltal egy  $W$  érték adódik. (Feltételezzük azt, hogy az  $F$  és  $S$  mérőszámok kardinálisan mérhetők.) Amennyiben a kritikus érték a  $W$  érték felett van, úgy a tőkekivonási döntési folyamat kiváltható és elindítható. A kritikus vonal egy egyenes az  $F$  és  $S$  mérőszám additív összekapcsolásánál. Ezzel szemben a multiplikatív összekapcsolásnál a "negatív pénzügyi ösztönzés a tovább vezetéshez" és a "nagyon csekély stratégiai jelentőség" extrém értéke rendkívüli hangsúlyt kap, mivel ekkor a helyettesítés határrátája az extrém területen, abszolút értelemben szemlélve, egységnyinél nagyobb mértékben emelkedik. A példa kedvéért legyen 20 a kritikus érték ( $K_{\text{kritikus}}$ ) a multiplikatív kapcsolatnál! A **6-14. táblázatban** láthatjuk azt, hogy az  $F$  mérőszám egységnyinél nagyobb mértékben emelkedik egyre csökkenő  $S$  stratégiai jelentőségnél, s ezzel a 20 kritikus érték még elérhető.

**6-14. táblázat: A kritikus érték alakulása a pénzügyi ösztönzés ( $F$ ) és stratégiai jelentőség ( $S$ ) multiplikatív összekapcsolásával**

Pénzügyi ösztönzés ( $F$ )	Stratégiai jelentőség ( $S$ )	Kritikus érték
1	20	20
2	10	20
4	5	20
5	4	20
10	2	20
20	1	20

*Forrás:* Saját szerkesztés

A **6-14. táblázatban** láthatjuk azt, hogy az  $F$  mérőszám egységnyinél nagyobb mértékben emelkedik egyre csökkenő  $S$  stratégiai jelentőségnél, s ezzel a 20 kritikus értéket még elérjük. A kritikus vonal görbe alakú. Minden vállalat meghatározza saját kritikus vonal helyzetét, és ezzel a pénzügyi ( $F$ ) és stratégiai ( $S$ ) dimenziók közötti cserélhetőséget. Itt kell felhívni a figyelmet az alábbi **két feltevésre**:

1. A **kritikus vonal érzékeny** lehetőleg az összes **tőkekivonási szituáció korai felismerésére** és egyúttal további megfontolások kiváltására.
2. A **kritikus vonal nem mutat mindig tőkekivonási szituációt** akkor, ha a vállalati vezetésnek még nincsen cselekvési igénye.

Az utóbbi feltevésből következik az **ún. vállalati dezinvestíciós mechanizmus kiváltásának szükséges feltétele, vagyis az, hogy létezzen a vállalati vezetés befolyásolási és cselekvési igénye**. A választási lehetőségeket – a portfólió modellekhez hasonlóan – felül lehet vizsgálni, s azokat a teljes vállalat pénzügyi és a stratégiai változásához lehet illeszteni, ahogyan a **6-15. táblázat** is mutatja.

**6-15. táblázat: A pénzügyi és a stratégiai kritériumok egyesítésének mátrixa**

PÉNZÜGYI ÖSZTÖNZÉS		STRATÉGIAI JELENTŐSÉG				
		nagyon csekély	inkább csekély	indiff.	inkább magas	magas
A TOVÁBB- VEZETÉSHEZ	negatív $E(R) < R$	D	D	D	D	D
	inkább negatív	D	D	D	D	C
	indifferens	D	D	D	C	C
	inkább pozitív	D	D	C	C	C
	pozitív $E(R) > R$	D	C	C	C	C

D = a dezinvestíciós döntési folyamat kiváltása/kezdeményezése  
C = dezinvestíciós döntési folyamatot nem vált ki (továbbvezetés)

*Forrás:* Saját szerkesztés

A **6-15. táblázat** szerint a dezinvestíciós megfontolások mindig előtérben állnak azokkal a vállalati egységgel kapcsolatban, amelyeknek nagyon csekély a stratégiai jelentőségük a pénzügyi helyzetüktől függetlenül, vagy pedig pénzügyi helyzetük rendkívül kedvezőtlen a stratégia jelentőségüktől függetlenül. Az indifferens pénzügyi és stratégiai jelentőségnél az "óvatos előrelátás" alapján inkább a dezinvestíciós megfontolások szerint mérlegeljünk azért, mert ekkor a vállalati egységből nem túl későn, "még éppen időben" kivonhatjuk a tőkét és ezzel elkerülhetjük azokat a negatív hatásokat, amelyek a tőkekivonásból eredő árbevétel nagyságát mérsékelhetik. Amennyiben az adott vállalati terület egyrészt a pénzügyi célt vagy követelményt – előre láthatóan – teljesíti, másrészt pedig a stratégiai helyzetét nem illeszthetjük a tőkekivonás esetére, úgy az tovább működtethetjük, s majd egy későbbi, esetlegesen szükséges tőkekivonást még idejében végrehajthatunk. Tehát a grafikus modell segítségével **azonosítani tudjuk a "tőkekivonásban gyanús" vállalati részeket a pénzügyi és/vagy stratégiai célmegsértés alapján.**

A következő lépésben a már behatárolt vállalati területet tovább kell szemlélni abban az értelemben, hogy **megoldási lehetőségeket** kell keresni az aktuális, kedvezőtlen helyzet javítása érdekében.

#### 6.1.8. A megoldási lehetőségek keresése

Itt a szóban forgó vállalati egység számára olyan **továbblétezési alternatívákat** lehet átgondolni, mint például új termék kifejlesztése, létező termék továbbfejlesztése, új piacra való behatolás létező termékkel, stb. Itt felmerül az **értékesítés alternatívája** (például melyik időpontban, a teljes egység vagy egy részének értékesítése, *MBO* vagy *LBO*, stb.?) mellett a **megszüntetési alternatíva** (például melyik időpontban, a teljesítmény fenntartásával vagy nem, stb.?) is. Természetesen **továbblétezés-értékesítés-megszüntetés kombinációkat is** lehet képezni.

A továbbiakban a megfelelő áttekintés érdekében **szétválasztjuk a továbbvezetés, az értékesítés és a megszüntetés alternatívákat, valamint ezeknek a kombinációját.**

#### ■ A továbbvezetési alternatívák

Egy vállalati rész továbbvezetése alatt ezen rész **további működését** értjük **anélkül, hogy a meglévő tulajdonosok a vállalati célt megváltoztatnák, vagyis megtartják a lényeges emberi és dologi potenciálokat.** Alapjában véve **3 irányban** történhet a vállalati rész továbbvezetése:

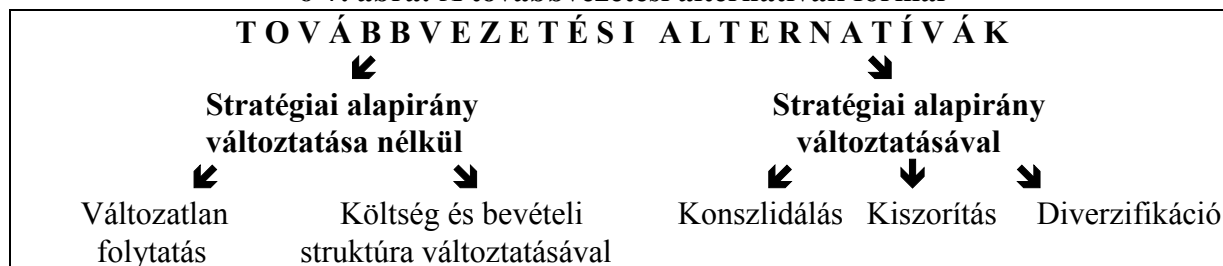
**1. Alapvető váltás a stratégiai alapirányban:** a vállalati rész továbbvezetésénél a konszolidáló, a kiszorító és a diverzifikációs stratégiák közül lehet választani. Ezeket a lehetőségeket a vállalat vezetésének teljesen támogatni kell és fokozott tőkeigénnyel jár. A menedzsment munkaidejéből egyre többet kell áldozni a megfelelő lehetőség kiválasztásához és megvalósításához.

**2. A stratégiai alapirány változtatása nélkül:** a vállalati rész *status-quo*-ját úgy megtartani, mint eddig. Ez a választás a gyakran döntésre képtelen menedzsment következménye és a *wait and see* gondolatra épül.

**3. Átfogó intézkedések bevezetése a költségcsökkentés és/vagy a bevétel növekedés céljából** a vállalati rész pénzügyi helyzetének javítása érdekében.

A **6-7. ábra** rendszerezi az említett csoportosítást, de a határokat képlékenynek tekintjük.

**6-7. ábra: A továbbvezetési alternatívák formái**



*Forrás: Saját szerkesztés*

Mialatt a továbbvezetési alternatívák, a **stratégiai alapirány változtatása nélkül**, inkább a **pénzügyi cél megsértésének következménye**, addig a **stratégiai új irány választása** inkább a **stratégiai célkitűzés megsértésénél** fordul elő gyakrabban, és az üzleti terület pénzügyi helyzetének javulásával jár együtt.

Általában a dezinvestálásra 'gyanús' vállalati rész tovább műlödhet a költség és bevételi struktúra átalakításával is. Számos intézkedés végrehajtását gondolhatjuk át egy vállalati rész helyzetének korrigálásához. A **6-16. táblázat**<sup>26</sup> áttekintést ad a lehetséges taktikai alternatívákról, de ezeket ebben a részben a továbbiakban nem magyarázzuk meg.

**6-16. táblázat: A továbbvezetési intézkedés alternatívái a stratégiai alapirány változtatása nélkül termelő cégnél**

<b>Az üzleti egység (rövid távú) termelési programja</b>				
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ A saját előállítás és külső beszerzés közötti (rövid távú) váltás</li> <li>■ A sorozatnagyság változtatása</li> <li>■ A kihasználatlan kapacitások "kihasználása" bérmunkával</li> <li>■ A negatív fedezetű termékek megszüntetése</li> </ul>				
<b>Az üzleti egység működési területei</b>				
Termelés	Értékesítés	Beszerzés	Emberi erőforrás	Pénzügy
Átmenet egyműszakos üzemre; A minőségi színvonal felülvizsgálata; A termelési ciklusidő csökkentése; Javítás önerőből; A határidő betartásának javítása; Közbenső raktárkészlet leépítése; A felhasználás szempontjából takarékoskodási program végrehajtása; Értékelemzés alkalmazása.	Ár/rabatt változtatás; A szerviz emelése vagy leépítése; Prémium célkitűzés az eladóknak; Reklámakciók/külön értékesítés; A kiszállítási idő csökkentése; A készletezési és kiszállítási funkciók átvétele vagy leadása; Termelői felelősség; A vevői bonitás vizsgálata.	Készletállomány leépítése; Új beszerzési források meghatározása; Rendelési volumen változtatása; Hasonló kínálat utolérése; A beszerzési idő csökkentése; Szállítási vagy készletezési költség csökkentése; Értékelemzés és/vagy ABC-analízis bevonása.	Belépési stop; Rövid munkaidő; Túlórázás leépítése; Szociális teljesítések leépítése; Felmondások átalakítása vagy átrendezése; Korengedményes nyugdíjazás végrehajtása; Bérfizetési stop; A teljes és részmunkaidős szerződések átalakítása.	A követelés behajtás gyorsítása; Faktoring alkalmazása; Pénzkiáramlás lassítása; A hitel limit emelése; A fizetési idő meghosszabbításának kedvezőbb kihasználása; A vevői részletfizetések kedvezőbb kihasználása; A vállalat számára nem szükséges vagyontárgyak értékesítése;
<b>Számvitel:</b> "zéro-alapú" költségvetés bevonása stratégiai alapirány változtatása nélkül				

*Forrás: Saját szerkesztés*

A **továbbvezetési alternatívák kialakítása megváltozott stratégiai alapirány mellett** az illető vállalati rész számára a vállalat egészének a stratégiai célkitűzésétől függ. Ez akkor is érvényes, ha továbbvezetésnél a jelenlegi stratégiai alapirány megtartásánál a megkívánt pénzügyi sikert nem érhetjük el. Az ember újra a "Porter-féle 3 csoporthoz" fordul a versenyelőnyök eléréséhez és az alábbi **lehetőségek** adódnak válságos időszakban a teljes vállalati stratégia függvényében:

<sup>26</sup> Javasoljuk ennek a táblázatnak a tartalmát is beépíteni a 4. fejezetben közölt ismeretekhez és az alkalmazásra kész eszköztárba.

- A vállalat egy **”átfogó költségvető” stratégiai célkitűzésre** törekszik, kizorító stratégia, vagyis **offenzív piacmegtartási stratégia** kínálkozik. Ez a stratégia offenzív eljárás alapul, öröklött tevékenységi területen a saját kapacitás megtartásával vagy annak részben történő bővítésével. Itt a vállalat megpróbálhatja a piacvezető pozíciót elérni az összes piacon vagy pedig profilozásra törekedni kiválasztott piaci szegmensen. Ezen keresztül – stagnáló vagy szűkülő piacon is – megpróbálhatja a vállalat az elvesztett versenypozíciót visszaszerezni vagy pedig a **”válság előestéje”** pozíciót biztosítani. Ekkor mindenekelőtt – mint eszköz – kínálkozik egy radikális árverseny és/vagy egy minőségi verseny.

- A vállalati vezetés **”differenciálásra vagy diverzifikálásra”** mint stratégiai célkitűzésre törekszik, amikor is diverzifikációs stratégia, vagyis offenzív piacváltás stratégiával igyekszik a válságot legyőzni. A cél átkerülni létező-szűkülő piacokból növekedési piacokba magas megtérülési potenciállal. Itt **3 alapvető lehetőség** kínálkozik:

**1. Piacbővítés** vagy internacionalizálás új felhasználói területek feltárásával, illetve új vevő csoportok megcélozása a meglévő termékekre és szolgáltatásokra.

**2. Termékprogram bővítés** új termékek és szolgáltatások kínálatával.

**3. Diverzifikáció teljesen új termékek és szolgáltatások fejlesztésével** és eddig még nem létező piacra történő bevezetésével.

- A **”konszolidálás stratégiája”**, vagyis a defenzív piacmegtartó stratégiát akkor ajánlhatjuk, ha a **”koncentrálni a súlypontokra”-stratégiai** célkitűzés uralkodik a vállalat egészében. Itt a vállalat elérheti a konszolidálást alacsony nívón parciális kapacitás kiépítéssel átfogó költségcsökkentő programmal a meglévő összes piacon vagy a konkurencia által csak nehezen elérhető piaci *niche*-ben működni. Ehhez mindenekelőtt meg kell szüntetni a gyenge hozamú termékeket.

#### ■ Az értékesítési alternatívák

A **vállalati tőke kivonás problémájának legegyszerűbb megoldása az értékesítés**, mivel ekkor **relatív alacsony kilépési költségek és akadályok** merülnek fel. Egy vállalati rész értékesítése akkor merül fel, **ha egy jogilag önálló társaság részét értékesítik, vagy pedig ha az alábbi két feltétel** adott:

**1. Az elidegenített vagyontárgyak a vállalati rész lényeges bázisát képezik.** Itt nem minden vagyontárgy az értékesítési csomag része, egyes aktívákat vagy passzívákat visszatartanak.

**2. Az elidegenített vagyontárgyak lehetővé teszik a működés folytatását.** A vevő a vállalati *goodwill*-t és azokat a lehetőségeket is birtokolja, amelyeket a megszerzett vállalati rész prezentál. Eldönthetjük azt, hogy vajon a teljesítmény-előállító és felhasználási folyamat a tulajdon átruházásával megszakad vagy befejeződik. A tulajdon átruházás után a folytatás nem követelmény. Jelentéktelen az, ami az értékesítés után a vállalattal történik. Ennek a definíciónak az értelmében értékesítésről van szó akkor is, ha a vevő a vállalatot végül megszünteti.

**Az értékesítési alternatíváknál sokféle variációs lehetőség létezik.** Elméletileg **ez az egyes akcióváltozók és lehetséges kombinációjuk számából adódik.** A **lehetséges akcióváltozók** a következők: az értékesítési csomag terjedelme; a vevő; a vevőtől kapott ellenszolgáltatás módja; a dezinvestíciós projekt által produkált teljesítményprogram megtartásának mértéke; az értékesítési folyamat kezdete és tartama.

A **6-8. ábra** ad egy áttekintést az értékesítési alternatívák képzéséről az akcióváltozók kombinációjával. Az I. és II. összekötő vonal az értékesítés módját jelöli. Ezek az egyes akcióváltozók kombinációjából adódnak. Az I. értékesítési módnál például a lényeges gazdasági javakat **”külső”** félnek értékesítik, a tőke kivonási projekt teljesítmény-előállító és felhasználási programját majdnem teljes mértékben feladják. (A vízszintes vonalakon jelöljük az egyes akcióváltozókon belül megadott jellemzők szerinti differenciálást.) Az egyes részeket a következőkben részletezzük.

**6-8. ábra: Az értékesítési alternatívák képzése az akcióváltozók kombinációjával**

Akcióváltozók	Kifejeződések			
<b>Az értékesítési csomag terjedelme</b>	<b>I.</b>		<b>II.</b>	
	Az összes gazdasági számára és pótlólagos vagyontárgyak		Kizárólag a vállalat szükséges vagyontárgyak	
<b>Vevő</b>	<b>I.</b>	<b>II.</b>		<b>II.</b>
	Külső	Menedzsment		Munkavállaló
<b>A kapott ellenszolgáltatás módja</b>	<b>I.</b>		<b>II.</b>	
	A felvásárló vállalat része	Likvid forrás	Egyéb vagyon	Nincsen ellenszolgáltatás
<b>A teljesítmény-előállítás i-edik módja</b>	<b>I.</b>		<b>II.</b>	
	Feladás		Megtartás	
<b>A teljesítmény-felhasználás i-edik módja</b>	<b>I.</b>		<b>II.</b>	
	Feladás		Megtartás	
<b>Végrehajtás kezdete</b>	<b>I.</b>		<b>II.</b>	
	Azonnali kezdés		Idő	
<b>Végrehajtás időtartama</b>	<b>I.</b>		<b>II.</b>	
	Időpont szerinti végrehajtás		Idő	

*Forrás: Saját szerkesztés*

Egy vállalati rész értékesítésének célja teljesen megfelel annak a céldefiníciónak, amely a tőkét kivonó fél számára maximálja a lehetséges bevételt. Ehhez szükséges egy olyan értékesítési csomagot összeállítani, amely egyrészt a vevő elképzeléseinek felel meg, másrészt pedig az eladó szempontjából az értékesítési csomag felöleli a lehetséges összes veszteséget hozó vagyontárgyat, de kizárja az összes nyereséget hozó vagyontárgyat. Itt tekintünk el attól, hogy egy vagyontárgy differenciált felhasználása vagy a vevő és eladó különböző érték szemléletmódja alapján ellentétes érdekek állnak egymással szemben! A tőkét kivonó félnek kompromisszumot kell kötni a vevővel, akinek érvényesítési akarata sokszor szemben áll a tőkét kivonó kívánságával. Ebből következően meggondolandó az, hogy miként emelhető az eladó számára a dezinvestíciós projekt értékesítési nettó árbevétele az egyes aktívák és passzívák értékesítési csomagba történő be- vagy kivonásával. Tehát a **dezinvestíciós projekt értékét eladásnál** az alábbi módon képezhetjük:

A projekt eladási ára (az egyes vállalati részek eladási árának összege)

+ a dezinvestíciós projekt vállalatban maradó vagyontárgyai

– a dezinvestíciós projekthez nem tartozó, de a vállalatnál maradó együttesen értékesíthető vagyontárgyak használati költsége

Induljunk ki például abból, hogy megállapodás szerint 100 millió HUF az eladási ár, egyúttal megmaradnak a dezinvestíciós projekt gépei a vállalatban, amelyért 10 millió HUF összeget kellene fizetni, ugyanakkor a vevő megkívánja a vagyontárgyak együttes értékesítését a dezinvestíciós projekten kívül 15 millió HUF újrabeszerzési értéken. Tehát a dezinvestíciós

projekt értéke eladásnál  $100 + 10 - 15 = 95$  millió HUF lesz. Ennek megfelelően meggondolandó a dezinvestíciós projekt számára az, hogy

- mennyi alkalmazott maradjon a tőkekivonásra ítélt vállalatban;
- a befektetett és forgóeszközök melyik eleme kizárt az értékesítésből;
- mekkora rendelésállományt lehet vagy kell eladni;
- vajon más vállalati rész vagyontárgyait is be kell-e vonni az értékesítési csomagba.

Amíg az értékesítési csomag terjedelmének alsó határa megfelel az értékesítés fent közölt definíciójának a működéshez szükséges vagyontárgyakat is magában foglalva, addig a felső határ elméletileg felöleli a teljes vállalatot.

A megfontolások középpontját gyakran a dezinvestíciós projekt alkalmazottai jelentik. Az értékesítés céljai között kell szerepeltetni a kvalifikált munkaerő vállalatnál történő további alkalmazását azért, hogy a vállalatban tartsák a technikai és az adminisztratív know-how-t. Továbbá ki kell zárni az értékesítési csomagból a működéshez nem szükséges aktívákat, amelyeknél belső vagy konkrét értékesítéssel magasabb értéket érhetünk el a teljes vételárhoz képest. Ebben az esetben a rendelésállományt felülvizsgálhatjuk akkor, ha a megrendelő új szállítót bíz meg annak érdekében, hogy a megbízással több nyereség lehet elérni önmagában a befektetett eszközöket illetően az értékesítési megállapodáshoz képest. Végül pedig felülvizsgálhatjuk az is, hogy vajon egy dezinvestíciós projekt attraktivitása és ezzel együtt eladási ára nem azért emelkedik, mert a többi vállalati rész vagyontárgyait a teljes vállalati résszel együtt értékesítik egy értékesítési csomagban, s ezáltal magasabb eladási árat lehetne elérni a vagyontárgyak további belső felhasználásához képest.

Egy vállalati rész működőképességének növeléséhez a múltbeli *splitting*-et is tekintetbe kell venni. Itt a vállalati részből egy vagy több jogilag önálló társaságot képezhetünk. (Ez az eljárás a *hive down*.) Ez lehetővé teszi bizonyos részesedési kvóták vagy több vevőnek történő értékesítését is. Ha nem történik értékesítés, akkor ez az ún. *spin-off*, amelynél az üzleti egységet saját tőkével finanszírozzák, ezáltal jogilag önálló egység és az üzletrészeket vagy részvényeket az anyavállalat (központ) részvényesei között feloszthatják. Ekkor a szóban forgó vállalati résszel csak jogi, de nem gazdasági értelemben történik meg a rendelkezési jog átruházása egy új tulajdonosra.

Mivel ebben a fejezetben a vállalati területeket olyan potenciális dezinvestíciós projektként szemléljük, amelyek teljesítményt produkálnak és az a piacon kínálatként jelentkezik, szükséges az értékesítési döntés keretében a produkált teljesítmény-program megtartását vagy megszüntetését eldönteni, mert tőke kivonással a termelési és értékesítési volumenek elmaradnak. Célszerű módon **különbséget kell tenni a teljesítményelőállítás és a teljesítmény felhasználása között**. A dezinvestált vállalati terület teljesítményelőállító programjának teljes vagy részbeni megtartása egy másik vállalati részben a termelés áthelyezésével akkor lehetséges, ha létezik alkalmas szabad kapacitás vagy ott kizoríthatók a csekély nyereséget biztosító teljesítmények, vagy pedig mindez egy új vállalati rész kiépítésével elérhető. A tőkeérték kritérium segítségével igazolni tudja azt a tőkét kivonó, hogy vajon ésszerű-e számára teljesítményprogram teljes vagy csak részleges megtartása.

Egy másik kérdés a teljesítmény felhasználása. Amit a teljesítményelőállító program (többnyire részbeni) megtartásakor el kell döntenünk, az a teljesítmény felhasználása kérdését magyarázza. Másképpen fest ez az eset akkor, ha a teljesítményelőállító programot nem vagy nem elegendő mértékben tarthatjuk meg. Itt kerülnek előtérbe az ún. *make or buy*-döntések. Meg kell magyarázni azt, hogy vajon (részbeni) külső bevonás szükséges és ésszerű vásárlással például olyan szállítási kötelezettségek betartásához vagy pedig olyan előre teljesítésekhez a további termelési lépcsők számára, amit eddig a dezinvestíciós projekt produkált. Konkrét esetben eldöntendő kérdés az, hogy vajon a teljesítmény-felhasználó program fenntartása (egy periódusra) az ésszerűbb vagy pedig a vásárlás (külső bevonás). Végül pedig az a kérdés is



felmerülhet, hogy az adott projekt megszüntetése esetén vajon szükséges-e a másik vállalati területet vagy a következő termelési lépcső teljesítmény programját is megszüntetni. Tehát egy dezinvenciósi projekt teljesítmény programjának megtartása vagy megszüntetése kérdésének eldöntésekor több variációs lehetőséget gondolhatunk át, amelyeket időbeni, kvantitatív és kvalitatív dimenziók szempontjából különböztethetünk meg és a tőke kivonási megfontolások keretében azok optimális kialakítására kell törekednünk.

### ■ A megszüntetési alternatívák

A döntéshozó általában a megszüntetési alternatívákat csak akkor szemléli, ha az összes alternatíva nem hajtható végre vagy pedig nem hozzák az elvárt sikert. Ebben az anyagban a megszüntetést, mint a vállalati tőke kivonás megjelenési formáját úgy definiáljuk, hogy az **egy vállalati rész tevékenységének – együttesen vagy részekben történő – tervszerűen végrehajtott tartós megszüntetése**. Itt a vállalati részt gazdasági egységként kezeljük.

A megszüntetési alternatívák – hasonlóan az értékesítési alternatívákhoz – az egyes akcióváltozók kifejeződésének kombinációiból adódnak. Itt a lehetséges akcióváltozók az alábbiak lehetnek: a megszüntetésre váró projekt terjedelme; a megszüntetett potenciálok jövőbeni felhasználása; a vevő által megszüntetett potenciálok, valamint nem szándékoznak azokat a vállalaton belül tovább felhasználni; az ellenszolgáltatás módja az értékesített potenciálok számára; intézkedés a teljesítmény potenciálról; a megszüntetés végrehajtásának kezdete és tartama.

A **6-9. ábra** betekintést nyújt a megszüntetési alternatívák képzéséről az egyes akcióváltozók kifejeződésének kombinációiból. Az I. és II. megszüntetési alternatívát jelöl. Alapjában véve minden kombináció lehetséges azon kívül, hogy logikailag néhányat kizárhatunk (például belső továbbfelhasználási potenciálra nem keresnek vevőt). A következőkben közelebbről is megmagyarázzuk az egyes kifejezéseket ugyanúgy, ahogyan az értékesítési alternatíváknál is megtettük.

**6-9. ábra: A megszüntetési alternatívák képzése az akcióváltozók kifejeződésének kombinációjával**

Akcióváltozók	Kifejezések			
A megszüntetési projekt terjedelme	<b>I.</b>		<b>II.</b>	
	Összes termelési potenciál		Nincsen termelési potenciál	
A megszüntetett elemek működési potenciáljának változása	<b>II.</b>		<b>I.</b>	
	Nincsen		Teljeskörű	
A megszüntetett elemek felhasználása	<b>II.</b>		<b>I.</b>	
	Külső	↙ ↘ <b>Ia Ib</b>	Belső	
Vevő	<b>II. Ia</b>		<b>Ib</b>	
	Külső	Munkavállaló	Belső felhasználás	
Az ellenszolgáltatás módja	<b>II. Ia</b>		<b>Ib</b>	
	A vevőtárs részesedése	Likvid forrás	Egyéb vagyon	Nincsen ellenszolgáltatás

<b>A teljesítmény-előállítás i-edik módja</b>	<b>II.</b>	<b>Ia Ib</b>
	Feladás	Megtartás
<b>A teljesítmény-felhasználás i-edik módja</b>	<b>II.</b>	<b>I.</b>
	Feladás	Megtartás
<b>A végrehajtás kezdete</b>	<b>I.</b>	<b>II.</b>
	Azonnal	Idő
<b>A végrehajtás időtartama</b>	<b>I.</b>	<b>II.</b>
	Időpont szerint	Idő

*Forrás:* Saját szerkesztés

A megszüntetési alternatívák esetén felmerül egy olyan probléma, hogy vajon a vállalati rész összes létező elemét meg kell szüntetni vagy csak egy részét, amely – legalábbis időlegesen – további termelésre alkalmas. Itt egy vállalati rész eleme az egyes munkaerő, gép vagy berendezés komplexumok, ingatlanok és épületek, esetleg félkész- és késztermék készlet, továbbá egyes immateriális javak (szabadalom, licenc, szerződéses jogok, stb.). Ennek a kérdésnek az eldöntése, szűk értelemben, kapcsolatban áll az értékesítési alternatíváknál kezelt problémával, ami a teljesítmény program megtartása vagy megszűnése kérdéskört érintette. Az értékesítéssel szemben a működés megszüntetésénél a döntéshozónak nagyobb cselekvési játéktere van a dezinvestíció terjedelme szempontjából, mivel a megszüntetés terjedelme – a technikai korlátozások keretében – önállóan variálható, miközben az értékesítés terjedelme függ a vevő kívánásától. A **6-9. ábra** szerint a megszüntetés mértékének lehetséges sávja a dezinvestíciós projekt összes elemének megszüntetése és a "nincsen potenciál" megszüntetése között mozog. Az utóbbi eset csak elméletileg lehetséges, mivel ez azt feltételezi, hogy a dezinvestíciós projekt összes potenciálja – legalábbis időlegesen – még tovább működtethető, fenntartható. A jelenlegi időpontban, ilyen körülmények között nincsen döntés a megszüntetést illetően.

Egy megszüntetésre váró projekt elemeinek (időleges) megtartására vonatkozó döntés aszerint következik be, hogy vajon ezen elem megtartása mennyiben biztosítja a vállalati cél elérését. Ez például az az eset, amikor egy vállalati rész egy vagy több termékén fedezet van, bár a teljes vállalati rész nem biztosít elegendő pénzügyi hozzájárulást a kitűzött cél eléréséhez. Egy másik eset akkor adódna, ha a termelés egy részét szükséges lenne megtartani, mert a hosszú lejáratú szerződéseket (vevői szolgáltatásokat, szállítási szerződéseket, stb.) teljesíteni kell. A megszüntetés tervezésének keretében megvizsgálhatjuk azt is, hogy vajon egy elem megtartása – szemben a megszüntetéssel – pozitív céleléricsi hozzájárulást (fedezetet) nyújt vagy sem. Ezen megfontolások alapján következik a döntés a megszüntetendő elemek mértékéről. Továbbá dönteni kell arról is, hogy vajon a termelés azonos módon történjen, mint eddig vagy pedig válasszunk egy másik térben választott működést.

Az egyes alternatívák végrehajtásánál szerepet játszik az egyes elemek leszerelhetősége. Különösen munkaerő leépítésénél oda kell figyelni a jogi korlátozásokra, ami az egyes cselekvési alternatívák megvalósítását korlátozhatja vagy megakadályozhatja.

Mivel egy vállalat részbeni megszüntetésénél a megszüntetett emberi és dologi potenciálok nem egyszerűen válthatók ki, hanem fizikailag léteznek, így dönteni kell a megmaradó potenciál "sorsáról" is. Ennél két kérdés merül fel:

**1.** A jövőbeni felhasználás megköveteli az elemek funkcionális tulajdonságainak változását?

2. Az elem jövőbeni felhasználása történhet a vállalaton belül vagy a tőke kivonásra "ítelt" vállalaton kívül?

A fenti két kérdés megválaszolását nem szemlélhetjük egymástól izoláltan! Kölcsönösen feltételezik egymást akkor, ha például egy további vállalaton belüli felhasználás csak funkcióváltással jár együtt.

Az 1. kérdés alábbi legfontosabb **következményeit** ajánljuk átgondolni.

- Nincsen változás a működési potenciálban.
- A működési potenciál periférikus változása.
- A meglévő funkció-potenciál teljes kiváltása, amelyben az egyes elemek szét- és leválaszthatók.
- A munkaerőnél csak a funkció-potenciál megtartása vagy periférikus változása lehetséges átképzéssel.
- Figyelembe vehetjük a megmaradó anyagi, a vállalat tulajdonában álló potenciális tényezők teljes sávját. A lízingelt vagy bérelt eszközöknél gyakran a funkció megtartása, illetve a felhasználás könnyű változtatása lehetséges. A félkész és késztermékeknel az összes kifejeződés meggondolandó, vagyis a funkció megtartása, az értékesítés és a tovább felhasználás a vállalaton belül. Az immateriális potenciál-tényezőknél általában a funkció-potenciál periférikus változtatása szükséges például a licencek használatakor egy másik vállalati területen.

Tehát a **jövőbeni felhasználást úgy tekinthetjük, hogy az adott elem a vállalat közvetlen viselője marad, vagy pedig az a vállalaton kívülre esik.** A **külső továbbfelhasználás** alatt effektív **pénzáram növekedés** kiváltható, miközben a **belső felhasználásnál a pénzáram csökkenés megakadályozható**, mivel ekkor az igényelt elemet nem kívülről szerezzük be. A **munkaerő** elemek vonatkozásában a **vállalaton belüli tovább felhasználást** a másik területre történő **áthelyezés** jelenti, de idetartozónak véljük a **külső létszámleépítést** is. Az egyéb potenciál-faktoroknál a vállalaton kívüli felhasználás értékesítéssel, bérlettel/lízinggel vagy haszonélvezeti joggal lehetséges.

A belső és külső továbbfelhasználás közötti viszony vonatkozásában figyelemre méltó az, hogy növekvő specializációval és helyi kapcsolódással, valamint növekvő vállalati nagysággal a külső továbbfelhasználás a valószínűbb. (A nagy eszközökkel a belső tovább felhasználás nehezebben oldható meg a kisebb eszközökhöz képest.)

### ■ A vegyes alternatívák

Eddig egymástól elválasztva tárgyaltuk a továbbvezetési, az értékesítési és megszüntetési alternatívákat. A probléma legjobb megoldási lehetőségeit adják az egyes alternatívák kombinációiból kialakított vegyes formák. Ez annál valószínűbb, **minél nagyobb és diverzifikáltabb a dezinvestíciós projekt.** Lehetségesnek és ésszerűnek tűnik az egyes területek helyi és/vagy dologi elválasztása. Ezeknek a területeknek a számára különböző megoldások léteznek. Például a hosszú távon jövedelmező területet továbbvezethetünk vagy egy részegységet eladhatunk elfogadható vételárral, vagy pedig a hosszú távon nem jövedelmező és/vagy stratégiaileg elégtelen terület – elfogadható vevő nélkül – megszüntetésre vár. A vállalatok nagyon gyakran az "egészben történő értékesítésre" törekednek. Amennyiben a vevő nem óhajtja a dezinvestíciós projekt összes területét átvenni, úgy az eladó a nem kívánt területet leválasztja és felülvizsgálja azt, hogy vajon azt tovább vezesse, megszüntesse, vagy pedig szeparáltan értékesítse-e.

Tehát a **kombinált alternatívák** ésszerű kialakításának lehetőségét és felhasználását variálhatjuk a **környezeti szituáció függvényében.** A döntéshozónak figyelembe kell venni a kombinált alternatívákat és nem szabad, hogy figyelme csak a standard megoldásokra

korlátozódják a cselekvési alternatívák kialakításakor. Ez **érvényes** az egyes (tisztá) alternatívák kivitelezésekor a **cselekvési lehetőségekre is**.

**A pénzügyi hatások vonatkozásában valamivel egyszerűbbek az értékesítési alternatívák.** Alapjában véve **egy értékesítés pénzügyi szempontból akkor éri meg, ha az értékesítési alternatíva tőkeértéke (figyelembe véve az összes pénzáramot) meghaladja a legjobbnak ítélt továbbvezetési vagy megszüntetési alternatíva tőkeértékét.** Legyen például a legjobbnak ítélt továbbvezetési alternatíva tőkeértéke 50 millió HUF és a legjobbnak ítélt megszüntetési alternatíva tőkeértéke 30 millió HUF, így az értékesítési alternatíva választása akkor kerül előtérbe, ha a nettó értékesítési árbevétel és az összes ehhez kapcsolódó pénzkirámlás egyenlege legalább 50 millió HUF. **A nettó értékesítési árbevétel nagysága elsősorban egy potenciális vevő szempontjából tekintett dezinvestíciós projekt attraktivitásától függ. Azok a projektek, amelyek a jelenlegi tulajdonos számára pénzügyileg kevésbé lukratívek, ám más tulajdonos figyelmét felkeltheti és érdekelttségét növelheti az, ha pótlólagos hozampotenciált várhat és érhet el átstrukturáló intézkedésekkel vagy szinergia hatással.**

**A megszüntetési alternatíva nettó árbevételének nagysága a vagyontárgyak értékesíthetőségétől, a törlesztési kötelezettségek és a lebonyolítás során felmerült kifizetések nagyságától függ.** A likvidálásra ítélt vagyontárgyak értékét az értékesítési piac helyzete határozza meg. Ezzel összefüggésben jelentős szerepet játszik az időtényező. A legkedvezőbb értékesítést elérni vagy kivárni gyakran nem lehetséges a felgyorsított megszüntetés időbeni nyomáskényszere miatt. A korábban közöltek szerint, ésszerű szukcesszív módon a vagyontárgyakat értékesíteni és várni a kedvezőbb piaci helyzetre. Megszüntetésnél a törlesztési kötelezettségek mellett a nettó árbevétel meghatározásakor figyelembe kell venni az értékesítéssel, le- és átépítéssel, rekultiválással, a munkaerő leépítésével és elbocsátásával kapcsolatos kifizetéseket a terhelő adókkal és járulékokkal együtt.

#### 6.1.9. Döntési kritériumok az előre történő kiválasztáshoz

Nyilvánvalóan azokat a megoldási lehetőségeket ki kell zárni a további szemlélődésből, amelyek a szélső érték célok értelmében szuboptimálisak és a mellékfeltételeket megsértik. Ezt az előre történő választást a gyakorlatban felhasználhatjuk nemcsak az összes szóba jövő alternatíva összeállításához, hanem a szukcesszív alternatíva generálásnál is. Ennél javasoljuk azt, hogy a vállalatok a keresési kritériumokat egyedileg, egyéni módon határozzák meg és a tőkekivonást kezdeményező-kiváltó szakaszban szemlélt dezinvestíciós projekt célmegsértésére irányuljanak. A 6.1.4. részben közölt dezinvestíciós döntés céljaiból eredően az alábbi keresési kritériumokat érdemes felállítani:

- **Pénzügyi keresés-kiválasztási kritérium**

A kiválasztandó cselekvési alternatívának meg kell felelni a vállalat egésze szempontjából előírt pénzügyi követelménynek. Ez azt jelenti, hogy a választott cselekvési alternatíva el kell érje a potenciális dezinvestíciós projekt számára előírt nyereséget. Azon alternatívákat ki kell zárni a további vizsgálódásból, melyek – durva becslés szerint – várhatóan nem érik el az előírt nyereséget. Az értékelési fázis keretében csak azokat az alternatívákat szabad bevonni a pontosabb elemzés elvégzése érdekében, amelyek az előírt megtérülést valószínűsíthetően elérik. (Az előírt megtérülés kalkulatív kamatrátaként történő alkalmazásával értékelt, mindazon alternatívákat ki kell zárni, amelyeknek előreláthatólag negatív a tőkeértéke.)

Számos vizsgálat, állásfoglalás és ajánlat létezik a pénzügyi válsághelyzet legyőzéséhez a vállalati rész tovább vezetésekor, amit az alábbi **6-16. táblázatban** közölt intézkedések takarnak. Általánosan érvényes állítás nincsen. **A vállalati és környezeti szituáció**

függvényében prognosztizálhatjuk azt, hogy melyik a legkedvezőbb intézkedés a siker szempontjából. A 6-17. táblázat az eszközök és intézkedések bevonását mutatja a specifikus környezeti problémák függvényében.

**6-17. táblázat: Intézkedések a környezet alakulásának függvényében**

Környezet alakulása	Intézkedések
Csekély kapacitás kihasználtság	A személyzet leépítése A fix költség csökkentése Racionalizálás Modernizálás
Magas készletállomány	Kooperáció kereskedőkkel A választék tisztítása
Emelkedő beszerzési ár	Orientálás a konkurencia sikereire Nincsen ellenintézkedés
Csökkenő saját tőkehányad	A személyzet leépítése Költségek kézben tartása, menedzselése
Szűkülő rendelésállomány	Orientálás a konkurencia sikereire
Likviditási szűk keresztmetszetek	A tőkestruktúra változtatása Pályázni állami támogatáshoz
Növekvő import nyomás	Megerősített marketing tevékenység A választék tisztítása Belépés más piacokra
Agresszív árverseny	A személyzet leépítése
Súlyosbodó export feltételek	Megerősített K+F Megerősített marketing tevékenység A választék tisztítása Belépés más piacokra A minőség javítása
Fokozódó piac telítődés/vétel visszatartása	Piacról való visszavonulás tervezése A személyzet leépítése
Gyors technológiai váltás	Megerősített K+F

*Forrás:* Saját szerkesztés

A 6-17. táblázatban javasolt intézkedések gyakorlatban történő alkalmazásakor meg kell vizsgálnunk azt, hogy vajon az egyes intézkedéseket a kívánt sikerhatás mellett (rövid távon) is végrehajthatjuk-e. Ez különösen érvényes a költségcsökkentésre. Általában a személyi költségek redukálása alatt munkajogi korlátokba, a dologi potenciálok leépítésénél technikai korlátokba ütközhetünk. Már a cselekvési alternatívák értékelésének időpontjában pontos elemzés szükséges arra vonatkozóan, hogy mikor és milyen mértékben építhetjük le a fix költségeket és vajon ezek az intézkedések, a reális becsléseknél, a kívánt sikerhez vezetnek-e?

A pénzügyi hatások vonatkozásában valamivel egyszerűbbek az értékesítési alternatívák. Alapjában véve egy értékesítés pénzügyi szempontból akkor éri meg, ha az értékesítési alternatíva tőkeértéke (figyelembe véve az összes pénzáramot) meghaladja a legjobbnak ítélt továbbvezetési vagy megszüntetési alternatíva tőkeértékét. Legyen például a legjobbnak ítélt továbbvezetési alternatíva tőkeértéke 50 millió HUF és a legjobbnak ítélt megszüntetési alternatíva tőkeértéke 30 millió HUF, így az értékesítési alternatíva választása akkor kerül előtérbe, ha a nettó értékesítési árbevétel és az összes ehhez kapcsolódó pénzügyi áramlás egyenlege legalább 50 millió HUF. A nettó értékesítési árbevétel nagysága elsősorban egy potenciális vevő szempontjából tekintett dezinvestíciós projekt

attraktivitásától függ. Azok a projektek, amelyek a jelenlegi tulajdonos számára pénzügyileg kevésbé lukratívek, ám más tulajdonos figyelmét felkeltheti és érdekeltségét növelheti az, ha pótlólagos hozampotenciált várhat és érhet el átstrukturáló intézkedésekkel vagy szinergia hatással.

A megszüntetési alternatíva nettó árbevételének nagysága a vagyontárgyak értékesíthetőségétől, a törlesztési kötelezettségek és a lebonyolítás során felmerült kifizetések nagyságától függ. A likvidálásra ítélt vagyontárgyak értékét az értékesítési piac helyzete határozza meg. Ezzel összefüggésben jelentős szerepet játszik az időtényező. A legkedvezőbb értékesítést elérni vagy kivárni gyakran nem lehetséges a felgyorsított megszüntetés időbeni nyomáskényszere miatt. A korábban közöltek szerint, ésszerű szukcesszív módon a vagyontárgyakat értékesíteni és várni a kedvezőbb piaci helyzetre. Megszüntetésnél a törlesztési kötelezettségek mellett a nettó árbevétel meghatározásakor figyelembe kell venni az értékesítéssel, le- és átépítéssel, rekultiválással, a munkaerő leépítésével és elbocsátásával kapcsolatos kifizetéseket a terhelő adókkal és járulékokkal együtt.

### ■ Stratégiai keresés-kiválasztási kritérium

A kiválasztásba vonható cselekvési alternatívák megfelelnek a vállalat hosszú távú stratégiai célkitűzésének. Más oldalról ez azt jelenti, hogy azokat a cselekvési alternatívákat, amelyek nyilvánvalóan szemben állnak a vállalat stratégiájával, a további vizsgálódásból ki kell zárni. Azon dezinvestíciós projekteknél, amelyeket a pénzügy cél megsértése alapján azonosítottak, figyelembe kell venni a szóba jövő alternatívákat aszerint is, hogy vajon ezek a stratégiai célkitűzést nem ássák-e alá. Például egy vállalati részből, amely egy hosszú távú diverzifikációs stratégiát támogat, nem vonható ki a tőke. Olyan vállalati részek esetében, amelyek a keresés-kiválasztás időpontjáig stratégiailag elégtelen pozíciót bizonyítanak, csak akkor ésszerűek stratégiailag, ha az elégtelen pozíciójuk javítható, s ezáltal stratégiailag jelentőssé válnak. A további szemlélődésből kizárhatók a továbbvezetési alternatívák a stratégiai alapirány változtatása nélkül akkor, ha döntőek voltak a stratégiai okok a dezinvestíciós projektként történő besorolásnál.

Korábban már utaltunk arra, hogy a hosszú távú nyereségbiztosítást stratégiai célkitűzésként szemléljük. Ebből eredően **szükséges pontosan analizálni a** korábban bemutatott táblázatban részletezett **rövid távú intézkedések nyereségnövelő hatását**. Ezt az elemzést azért szükséges elvégezni, mert gyakran a rövid távon a nyereséget hozó cselekvési alternatívák a hosszú távú nyereséget negatívan befolyásolják, s ezzel alá áshatják a hosszú távra megtervezett vállalati politikát. Például a termék eladási árának csökkentésével rövid távon a minőségi színvonal esésével jelentős nyereségszaldót érhetünk el tetemes kereslet növekedése esetén, ami viszont költségcsökkentéssel jár, hosszabb távon azonban veszteség és kár lép fel, a vállalati image sérül, s ehhez képest a terméket még így is túl magas áron értékesítik

A **konzolidálás stratégiánál** az elért versenypozíció megtartását és megerősítését gyakran nem sikerül tartósan biztosítani, mivel időbeli előnyre szert tenni sokszor csak imitációval lehet. A **kiszorító stratégiánál** – amit gyakran a túlzott, fölösleges kapacitással rendelkező üzletágakban alkalmaznak (például szórakoztató elektronika, háztartási gépek és eszközök, stb.) – lemondanak a nyereségről a válság időtartamára, a válság legyőzése után átlagon felüli nyereség növekedése érhető el az időközben javított versenypozíció elérésével. Hosszú távon különösen sikeresnek bizonyul a dezinvestíciós stratégia a diverzifikációs stratégiával összekapcsolva (nehézipar).

Az egyes dezinvestíciós alternatívák hatásáról egy vállalat stratégiai célkitűzése vonatkozásában ugyanazt mondhatjuk, mint amit már részleteztünk a továbbvezetési alternatíváknál. Figyelni kell az optimális cselekvési alternatíva keresésekor arra, hogy a kiválasztott lehetőség ne sértse a vállalat egészének célkitűzését. Itt különösen arra kell ügyelni,

hogy egy pénzügyileg kedvezőtlen részterület értékesítése nyomán nem feltétlenül teljesül a hosszú távú stratégiai célkitűzés. Továbbá egy vállalati rész kiválásával "negatív" szinergia hatások is adódhatnak, például közösen használt K+F berendezések esetén. Ne feledkezzünk itt el arról sem, hogy a lehetséges dezinvestíciós siker negatívan befolyásol más vállalati területeket, egységeket! Ez érvényes például arra is, hogy ha az értékesítési csomagban szerepelnek más vállalati területek részei is.

A **visszalépés stratégiája** különösen tipikus és sikeres az "érett" termékeknel zsugorodó üzletágban (hajógyártás). A piacokon vállalkozó üzletágak gyakran feladják magas növekedési rátával vagy rövid termék-életgörbével akkor, ha a pénzügyi források hiányoznak ahhoz, hogy lépést tartsanak a piacfejlődés tempójával (chip-ek, számítógépek, stb.).

Tehát mindenképpen osztályozni kell a keresési fázisban az egyes alternatívákat a stratégia befolyásolása alapján. Ez a tőke kivonásnál különösen jelentős lépés, mivel az itt jelentkező döntés konzekvenciái befolyásolják az egész vállalat hosszú távú nyereségének alakulását. Rendszerint kizárjuk a további szemlélődésből azon cselekvési alternatívákat, amelyek megsértik a hosszú távú stratégiai célkitűzéseket.

Ezután rátérhetünk – a cselekvési alternatívák lehetséges hatásainak tárgyalásánál – a mellékfeltételek vizsgálatára. Itt a **mellékfeltételeket két csoportra bontjuk**. Az egyik, az ún. **releváns mellékfeltételek** csoportja, amely a likviditásra és a jogi szabályozásra utaló feltevéseket foglalja magában, a másik, az ún. **egyéb mellékfeltételek** csoportja, amely a szerződéses és szokásjogi kötelezettségek betartását írja elő.

#### ■ **Releváns mellékfeltételek**

Az egyes probléma megoldások végrehajtásának fő akadály a mellékfeltételek betartásából adódik. Itt különösen tekintettel kell lennünk a vállalat egészének likviditási helyzetére. Azok az alternatívák, amelyek több pénzügyi eszközt igényelnek a vállalat egészének megfelelő likviditási helyzetéhez képest, kizárhatók. Ezzel párhuzamosan figyelni kell a munkavállalók elbocsátásának törvényes előírásaira is. A vállalati tőke kivonásnál az előírásokon kívül a felelősségre is ügyelnünk kell, például a föld és telek rekultiválásakor. A szerződéses és szokásjogi kötelezettségek betartása, valamint a szabad akaratú vagy társasági nyomásra történő állapotra való törekvések is behatárolják a cselekvési alternatívák számát.

##### • **A likviditási helyzet**

Az a kritérium, amely behatárolja az alternatíva választását, a vállalat likviditási helyzete. Azon alternatívák, amelyek a vállalat likviditását olyan mértékben megterhelik, hogy a minimális likviditás sem biztosított, azokat ki kell zárni a további vizsgálatokból. **Itt különösen azokról az alternatívákról van szó, amelyek magas kezdeti beruházási kiadást igényelnek vagy pedig a (rövid távú) pénzbeáramlás elmaradásával jelentősen rontják a likviditást.** Mindenekelőtt ez érvényes a **differenciáló és diverzifikációs stratégiánál**, hiszen beruházások szükségesek a termelés átállításához, a disztribúciós csatornák kiépítéséhez, a szabadalom és/vagy licenc megszerzéséhez, egy (kicsi) versenytárs felvásárlásához, stb. Tehát a dezinvestíciós alternatíváknál – likviditási szempontból – arra kell figyelni, hogy a vagyoneértékesítésből származó pénzbeáramlás fedezze a szükséges pénzkirámlást. Például problémával találkozunk akkor, ha a dezinvestíciós projekt végrehajtásához felvett hitelt a tőkét kivonó félnek törleszteni kell, miközben az értékesítésnek realizálódni kell. Megszüntetésnél a munkaerő felszabadításához kapcsolódó kifizetések gyakran olyan magasak, hogy a központ vagy "anyavállalat" csak nehezen tudja finanszírozni, ezzel szemben alig nagyobb a likviditációs árbevétel.

##### • **Személyi-jogi korlátok**

A munkaerő szabályozás területén jelentős jogi korlátozások vannak. Relatív problémamentesnek tekinthető – jogi szempontból – azoknak az intézkedéseknek a végrehajtása, amely a **belépési stopra, a túlóra csökkentésére és a kölcsönvett dolgozó**

leépítésére vonatkozik. A **rövidített munkaidő bevezetésénél** a cél a munkahely megtartása és a tömeges elbocsátás elkerülése. Különösen a vállalati rész megszüntetésének elkerülhetetlen eszköze a **tömeges elbocsátás**. Tekintetbe kell venni annak jogi következményeit.

- **Az egyes elemek vagy a vállalati rész egészben történő értékesítésének jogi korlátjai**

Itt az értékesítő által figyelembe vehető jogi korlátok száma relatíve csekélynek mondhatók. Sokkal inkább a megszerző-vevő cég viseli a kockázatot az egészben történő vállalati átvételnél. Ő felel az adófizetési kötelezettség betartásáért és a korábbi tulajdonos által vállalt kötelezettségek teljesítéséért. Az elidegenítő-eladó számára az a veszély, hogy az értékesített vállalatot a szerződéskötéskor fennálló állapotban veszik át biztosítékok kikötésével.

#### ■ **Egyéb mellékfeltételek**

Ezek jelentik a szerződéses és szokásjogi kötelezettségek betartását. A **továbbvezetési alternatívák** esetében felül kell vizsgálni azt, hogy vajon nem ütközik-e a fennálló szállítói szerződésekbe a készletezési és kiszállítási funkciók átvétele, az új szállítók bevonása, a rendelési volumen változása vagy módosítása. Amennyiben igen, úgy a szerződés megszegésével járó büntetés növeli a pénzkiáramlást. Az **értékesítésnél** is biztosítani kellene azt, hogy betartsák az átvétel után is a szerződéses és szokásjogi kötelezettségeket. Mindenekelőtt itt a hosszú távú vevői szolgáltatásokra és szállítói kötelezettségekre gondolunk. A vállalat-átvételnél általában az esetleges szerződésszegések a vevő részéről történnek, míg az eladó image-veszteséget szenved el. Az ilyen jellegű kötelezettségek betartása nem problémamentes akkor, ha a vevő a vállalat hosszú távú továbbvezetését azonos vagy hasonló vállalati céllal tervezi megvalósítani. Ekkor érdekelt a hosszú távú "pozitív" image fenntartásában. Ha ez nem így van, akkor az eladónak biztosítani kell ezen kötelezettségek szerződéses betartását, ami általában csak vételár engedménnyel vagy idegen megbízás átruházásával érhető el. Mindez hasonló módon érvényes a vállalati részek **megszüntetésénél**. Itt arra kell ügyelni, hogy a létező szerződéses kötelezettségeket sem lehet megsérteni. Ésszerűnek tűnik az, hogy a megszüntetésre váró projektet még egy kis ideig tovább működtethetnék, vagy az előállított teljesítmény egy kis részét tovább folytathatnák más vállalati részekben.

Végül is az egyes cselekvési alternatívák összeegyeztethetősége szabadon vagy társasági nyomásra történik. Tekintettel kell lenni a munkaerő felszabadítás negatív hatása mellett a vállalati image-ra is, például a termékek minőségi színvonalának csökkentésekor, a szerviz szolgáltatások leépítésekor, a kifizetések késedelmes teljesítésekor a szállítói hitelek kihasználásával vagy a hitelkeret emelésével. Hasonlóképpen érvényes ez az egyes alternatívák összeegyeztethetőségének vizsgálatára is. Az eladó számára image veszteséssel jár az, ha a vevő tervezett átstrukturálási intézkedései alapján történik a munkaerő felszabadítása. Image veszteség alig kerülhető el a vállalati részek megszüntetésekor. Ezekben az esetekben a döntéshozó racionális, megpróbálja mérlegelni azt, hogy vajon az image veszteség – valamennyire – elfogadható vagy pedig kizárják a szóban forgó cselekvési alternatívákat a további vizsgálódásból.

Ebben a részben – csak példászerűen közölt – mellékfeltételek korlátozzák a cselekvési alternatívák számát. Azok a cselekvési alternatívák, amelyek a mellékfeltételeknek ellentmondanak, ki kell zárni a további szemrevételezésből. Létezhetnek olyan cselekvési alternatívák, amelyek nem tesznek eleget a mellékfeltételeknek, de pénzügyi szempontból akceptálhatjuk – ha ez nem így van, akkor eliminálni kell ezeket a cselekvési alternatívákat a döntési folyamat további részéből.



#### 6.1.10. A megoldási alternatívák értékelése a pénzügyi és a stratégiai szempontok egyesítésével

Az értékelési fázis feladata **egy alternatíva megvalósításának (döntés-releváns) pénzügyi és stratégiai következményeit meghatározni**. Az értékelési fázis **az ún. végső döntéssel befejeződik**, amikor is a döntéshozó számára optimális alternatívát kiválasztják. (A szakirodalomban ezt a végső döntést gyakran kiválasztási vagy optimalizálási fázisnak nevezik és egyedüli fázisként szemlélik.)

Az alternatíva pénzügyi és stratégiai konzekvenciáinak értékeléséhez szükség van a vállalat egyes területeivel való együttműködésre. Ez az együttműködés elkerülhetetlen a vállalat számára optimális eredmény biztosításához. A prognóziskészítéshez elő kell vennünk a jövőbeni pénz be- és kiáramlás, valamint a hosszú távú értékesítési és pénzügyi tervezés adatait. A végső döntést magában foglaló értékelési fázist térben (szervezetileg) és időben nem szigorú pontossággal tudjuk elválasztani a keresési fázistól, mivel a keresési fázisban is – legalább durván – az egyes alternatívák pénzügyi és stratégiai következményeit határozzuk meg. A valóságban lehetséges mindkét fázis közötti átlapolás, ami általában szükséges és ésszerű is. Az alternatívák értékelésének keretében, a második döntés értelmében meg kell vizsgálnunk az optimalitást és a végrehajthatóság feltételeit. Ekkor kiderül az, hogy az egyes alternatívák nem ésszerűek a kitűzött cél ismeretében. Ebben az esetben kizárjuk ezeket a további döntési folyamatból azért, hogy ne pazaroljunk erőforrásokat. Ebben a fázisban is időt szentelünk azoknak a döntési kritériumoknak az átgondolására, amelyek segítik a (végérvényes) dezinvestíciós döntés meghozatalát. Itt nem foglalkozunk egyrészt a szakirodalomban, másrészt pedig a gyakorlatban használt javaslatokkal, inkább bemutatunk egy saját kifejlesztésű kritériumot. Ezután foglalkozunk az értékesítési és megszüntetési alternatívák pénzügyi komponenseivel, különös tekintettel azok pénzáramának meghatározásával. (Ebben a munkában, innentől kezdve már nem foglalkozunk a továbbvezetési alternatívákkal, mivel már nincsen olyan kérdés, amelynek megválaszolására időt kellene szánnunk a dezinvestíciós döntési folyamat keretében.) Elemezni fogjuk az értékesítési és megszüntetési alternatívák stratégiai komponenseit is. Végül pedig közreadjuk a végső döntés magyarázatát is.

#### ■ A tőkeérték kritérium mint bázis

A vállalati tőkekivonásra vonatkozó értékelés valójában **gazdaságossági számítás**. A **dezinvestícióra vonatkozó számítás céljai** azonosak a beruházás értékelése során követett célokkal:

- A dezinvestíció előnyösségének meghatározása.
- A legelőnyösebb dezinvestíciós mód meghatározása.
- A tőkekivonás optimális időpontjának meghatározása.
- Az optimális investíciós és dezinvestíciós program meghatározása, vagyis a kérdés az, hogy vajon egy vállalat számára előnyösebb a pénzügyi forrás egy részét a dezinvestíciós program vagy pedig egy konkuráló beruházási projekt finanszírozásához felhasználni.

A közölt célkitűzésekből adódnak a **tőkekivonásra vonatkozó értékelés követelményei**:

##### • Pénzügyi szemléletmód

Az egyes cselekvési alternatívákat a pénzbeáramlás és kiáramlása alapján ítéldjük meg. (Ebben az anyagban szinonimaként használjuk a pénzbeáramlások és bevételek, ugyanúgy a pénzkiráramlások és kiadások kifejezéseket.)

##### • Időtartamra vonatkozó, jövőbeni szemléletmód

Az értékelés során kizárólag a dinamikus beruházási döntési szabályokat vesszük figyelembe, amelyek segítségével az összehasonlítás egy előre kiválasztott időtartamot ölel át, s így csak a jövőbeni periódust szemléljük. A múltbeli pénzkiráramlásokon alapuló döntéssel a már nem változtatható érték, az ún. *sunk costs*, irreleváns a döntéshozatal szempontjából.

- **Marginális szemléletmód**

A pénzáramban csak a döntés által keletkező változásokat vesszük figyelembe. Az ezen kívül keletkező pénzbeáramlásokat és kiáramlásokat kizárjuk a további szemlélődésből.

- **Okozati szemléletmód**

Tekintetbe vesszük a dezinvestíció közvetlen hatásai mellett más üzleti területeket érintő közvetett hatásokat is.

- **Azonos döntési (előnyösségi) kritérium beruházásnál és tőke kivonásnál**

Használjunk egységes döntési kritériumokat! Csak akkor állíthatunk össze optimális investíciós és dezinvestíciós programot, ha a vállalatnál az összes alternatív cselekvési lehetőségeket az összes területen azonos kritérium segítségével hasonlítjuk össze.

Amennyiben azt feltételezzük, hogy egy vállalati részt azért vettek meg, mert jövőbeni pozitív pénzáramot ígér az anyavállalat (központ) javára, úgy ezt döntést a közvetlen pénzügyi hatások és/vagy más vállalati területekkel fennálló (hosszú távú) szinergia alapján hozhatták meg. Ez egy pozitív dezinvestíciós döntés abban az értelemben, hogy a legjobb értékesítési alternatíva jelenértéke meghaladja a legjobb továbbvezetési alternatíva jelenértékét. Tehát az alapvető döntési kritérium a jelenérték vagy tőkeérték kritérium. Egy cselekvési alternatíva tőkeértéke alatt a  $t = 0$  időpontra diszkontált összes pénzbeáramlások és kiáramlások összegét értjük. A pénzáramok kizárólag a cselekvési alternatívával kapcsolatosak. Egy pénzáram sor nettó jelenértéke vagy tőkeértéke (*NPV*) formálisan a  $t = 0$  időpontban a teljes használati időtartamot figyelembe véve az alábbi módon írhatjuk fel:

$$NPV = -I_0 + \sum_{t=1}^n CF_t \times q^{-t} + R_n \times q^{-n}$$

ahol  $I_0$  = kezdeti beruházási kiadás a  $t = 0$  időpontban (ez a vonatkoztatási időpont)  
 $CF_t$  = elvárt többlet pénzáram azon nagysága a  $t$ -edik időpontban, amit az üzleti terület az anyatársaságnak nyújt  
 $q = (1 + k)$   $k$  = kalkulatív kamatrátá  
 $R_n$  = elvárt (likvidációból származó) többlet pénzáram az üzleti területből a tervezési időtartam végén  
 $n$  = a projekt használati ideje ( $t = 1, 2, \dots, n$ )

Egy cselekvési alternatívát akkor fogadunk el, ha tőkeértéke nagyobb vagy azonos nullával ( $NPV \geq 0$ ). Ha elfogadhatunk több alternatívát, akkor közülük a maximális tőkeértékű cselekvési alternatívát válasszuk ki.

Egy kereskedő cég olyan vállalati részt szeretne megvásárolni, amely a jövőben pozitív pénzáramot ígér az anyavállalat javára. Megtervezték ennek a beruházási projektnek a paramétereit a következők szerint:

Egyszeri beruházási kiadás  $I_0 = 15\,000\,000$  HUF

Projekt élettartama  $n = 8$  év

Többlet pénzáram évente  $CF_t = 7\,500\,000$  HUF/év

Likvidációs érték  $R_n = 0$

Kalkulatív kamatrátá  $k = 8\%$

Vajon érdemes a vállalati részt megvásárolni?

$$NPV = -15\,000\,000 + \sum_{t=1}^8 7\,500\,000 \times (1 + 0,08)^t + 0 = \underline{\underline{28\,099\,500 \text{ HUF}}}$$

Tehát érdemes erőfeszítéseket tenni a fenti projekt megvalósítása érdekében.

A tőkeérték módszer néhány **premisszára** épül.

- 1. Azok a pénzáramok, amelyek a cselekvési alternatívákból származnak, izoláltak és prognosztizálhatók mind nagyságukat, mind pedig időbeni megoszlásukat tekintve a tervezési időhorizonton.** Az izolálhatóság feltevése azt jelenti, hogy a teljes pénzáram sor azonosítható, számszerűsíthető. Ez a cselekvési alternatívák – továbbvezetés vagy egyes részek tőkekivonása – esetén mindaddig problémamentesnek tűnik, amíg csak egy közvetlen pénzáram merül fel a vállalati központ és a vizsgált egység között. A problémát megoldani akkor már nehezebb, ha közvetett kapcsolatok is jelentkeznek más vállalati egységekkel, s ezáltal a pénzáram sor már nem egyértelműen izolálható. A pénzáram sor teljeskörű megragadásától eltekinthetünk akkor, ha az összes alternatíva pénzáramának nagysága és időbeni megoszlása azonos. Példa erre az az eset, amikor az értékesítési és megszüntetési alternatívák esetében egyformán, az egész részterületet érintő és azonos szinergia hatások maradnak el. (Ez pedig azt is feltételezi, hogy nincs kétség a relatíve legjobb alternatíva abszolút előnyösségéről.) Más esetekben meg kell próbálni a szinergia hatásokat, amennyire csak lehet, prognosztizálni.
- 2. A tökéletes tőkepiac feltevése.** Eszerint a beruházási cél megvalósításához pénzügyi forrás mindig rendelkezésre áll, mivel bármikor – nem a befektető által befolyásolható – tőkepiaci kamatrátá mellett fel lehet venni hitelt és korlátlan számú beruházás hajtható végre egységes tőkepiaci kamatrátá mellett. Ellenben nincsen egységes kamatrátá feltevés a teljes időtartamra. A tökéletes tőkepiac feltevése nem reális, mivel a valóságban csak korlátozott mértékben állnak rendelkezésre pénzügyi források és eltérnek egymástól a pénzügyi források betételhelyezési és hitelnyújtási kamatrátái. A tőkeérték számítás keretében úgy vehetjük figyelembe a finanszírozási oldalt és ezzel az eltérő kamatrátákat, hogy elvégezzük a hitelfelvételt kiegészítő tőkeérték számítást is.
- 3. Megváltozik a döntési kritérium akkor, ha a dezinvestíciós döntést a teljes vállalati szempont helyett az anyavállalat részvényeseinek szempontjából hozzuk meg.** Ekkor a meghatározáshoz a bevont saját tőkére vetített tőkeérték ( $NPV_E$ ) számítást használjuk az alábbi formula szerint:

$$NPV_E = -I_{0E} + \sum_{t=1}^n (CF_{tE} + \Delta E_t) \times (1 + k_E)^{-t} + R_{nE} \times (1 + k_E)^{-n}$$

- ahol
- $I_{0E}$  = a bevont saját tőke nagysága az adott cselekvési alternatíva megvalósításához a  $t = 0$  időpontban (ez a vonatkoztatási időpont)
  - $CF_{tE}$  = a bevont saját tőkére jutó elvárt többlet pénzáram azon nagysága a  $t$ -edik időpontban, amit az üzleti terület az anyatársaságnak nyújt
  - $\Delta E_t$  = a saját tőke bevonás változása a  $t$ -edik időpontban
  - $k_E$  = saját tőke költsége
  - $R_{nE}$  = a saját tőkére jutó elvárt többlet pénzáram az üzleti területből a tervezési időtartam végén
  - $t$  = a projekt használati ideje ( $t = 1, 2, \dots, n$ )

Módosítsuk az előző példa adatait!

A bevont saját tőke nagysága  $I_{0E} = 10\,000\,000$  HUF

Projekt élettartama  $n = 8$  év

Saját tőkére jutó többlet pénzáram + saját tőke bevonás változása

$CF_{tE} + \Delta E_t = 5\,500\,000$  HUF/év

Likvidációs érték  $R_n = 0$

Saját tőke költsége  $k_E = 15\%$

Vajon érdemes a vállalati részt megvásárolni?

$$NPV_E = -10\,000\,000 + \sum_{t=1}^8 5\,500\,000 \times (1 + 0,15)^t + 0 = \underline{\underline{14\,680\,150 \text{ HUF}}}$$

A fenti képlet és számítás alapján láthatjuk az, hogy a részvényes perspektívájából történő pénzáram meghatározás mértéke és módja megváltozik, de változatlan marad a koncepcionális szemléletmód. A következőkben a teljes vállalat szempontjából történik a megítélés.

#### ■ Az elvetési érték

Bizonyos előre nem látható problémák következtében, **valamilyen jövőbeni időpontban jövedelmezőbb lehet elvetni, mint tovább működtetni adott projektet, annak ellenére, hogy gazdasági élettartama nem ér véget.** Ez az eset akkor áll fenn, ha például a projekt költsége/haszna az élettartam során változik, vagy amikor egy eszköz piaci értéke az élettartam során várhatóan nagyobb arányban növekszik, mint annak vállalati használatából származó pénzáram. Ha figyelembe vesszük ezt a lehetőséget a döntési folyamatban, akkor ez növelheti a projekt várható nettó jelenértékét és csökkentheti megtérülésének szórását (Robichek – Myers 1967, 557-589).

Amikor tőke kivonási lehetőségekkel foglalkozni kezdünk, akkor először a kulcsváltozókat azonosítjuk, s feltevéseket fogalmazunk meg annak érdekében, hogy eljussunk a választáshoz. Az idő múlásával változások következhetnek be, amelyek befolyásolják ezeket a kulcsváltozókat. A kezdetben megfogalmazott feltevések pontatlannak bizonyulhatnak, vagy néhány újabb, korábban nem előrelátható lehetőség is felmerülhet. A projekt további szükségtelenségét vélelmező **hibás elvetés** nagyon költségesnek bizonyulhat. Ugyanilyen megokolással olyan projektek hibás elvetése, amelyek finanszírozási forrásokat "termelhethetnének", biztosíthatnának lényegesen jobb beruházási lehetőségek számára, az alternatívák fennállása szempontjából szintén költséges tévedés lehet. Éppen ezért az óvatos pénzügyi menedzser köteles beépíteni az elvetési értéket a projekt különböző időpontjaira vonatkozóan.

Az elvetési probléma első közelítésében azt feltételezzük, hogy a vállalatnak lehetősége van elvetni a projektet a használati élettartam különböző pontjain és a projekt értékelést **bizonyosság** mellett végezzük el. **Az eljárás célja a projektből származó pénzáram és az összes lehetséges elvetési időpontra vonatkozó elvetési érték együttes maximális NPV értékének meghatározása.** Egyenlet alakjában kifejezve azt az  $m$  időperiódust keressük, amely mellett maximális  $NPV^m$  értéket kapunk.

$$NPV^m = -I_0 + \sum_{t=0}^m CF_t \times q^{-t} + AV_m \times q^{-m}$$

ahol  $NPV^m$  = az  $m$ -edik periódus pénzáramának és a projekt  $m$ -edik periódus végi elvetési értékének együttes nettó jelenértéke

- $I_0$  = kezdeti beruházási kiadás a  $t = 0$  időpontban  
 $CF_t$  = a projektből származó többlet pénzáram  
 $q = (1 + k)$   $k$  = kalkulatív kamatrátá  
 $AV_m$  = a projekt elvetési értéke (*Abandonment Value*) az  $m$ -edik periódusban

A fenti egyenlet alkalmazását illusztrálja a következő példa.

Az XY Zrt 50 000 000 HUF összeget fektetett be új berendezésbe, s 5 évre előre megbecsülte a várható többlet pénzáramokat és elvetési értéket, amit a **6-18. táblázat** közöl. A kalkulatív kamatrátá 10%. Határozzuk meg a projektre vonatkozó optimális elvetési időpontot, feltételezve a projekt kezdeti elfogadását!

**6-18. táblázat: A projektből származó többletpénzáramok nagysága és elvetési értéke (millió HUF)**

Év	0.	1.	2.	3.	4.	5.
Pénzáram	- 50	20	20	20	20	20
Elvetési érték	-	62	52	40	22	0

*Forrás:* Saját szerkesztés

A számításokat a **6-19. táblázat**ban közöljük.

**6-19. táblázat: A projektből származó többlet pénzáram és az elvetési érték együttes nettó jelenértékének számítása (millió HUF)**

Év	10%-os diszkontfaktor	Többlet pénzáram (millió HUF)	Elvetés a periódust követően (millió HUF)				
			1.	2.	3.	4.	5.
1.	0,909	20	18,18	18,18	18,18	18,18	18,18
2.	0,826	20		16,52	16,52	16,52	16,52
3.	0,751	20			15,02	15,02	15,02
4.	0,683	20				13,66	13,66
5.	0,621	20					12,42
<b>Pénzáram jelenértéke</b>			18,18	34,70	49,72	63,38	75,80
<b>Elvetési érték jelenértéke</b>			56,36	42,95	30,04	15,03	0
<b>Összes pénzáram jelenértéke</b>			74,54	77,65	79,76	78,41	75,80
<b>Kezdeti beruházási kiadás</b>			50,00	50,00	50,00	50,00	50,00
<b>NPV<sup>m</sup></b>			<b>24,54</b>	<b>27,65</b>	<b>29,76</b>	<b>28,41</b>	<b>25,80</b>

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

A **6-19. táblázat**ban azt láthatjuk, hogy az  $NPV^m$  akkor lesz maximális, ha a vizsgált projektet a 3. év végén elvetik. Azt is ki kell emelni, hogy az elvetés lehetősége sokkal vonzóbbá teszi a projektet annál, mintha működésben tartanak az öt éves használati időszak végéig. Az optimális tartási periódus  $NPV$  értéke (29,76 millió HUF a 3. év végén) durván 4 millió HUF többletet jelent a használati idő végéig történő megtartás  $NPV$  értékéhez (25,8 millió HUF) képest. A példa jól érzékelteti az **eszköz-elmozdítás optimális ideje megválasztásának** fontosságát.

Természetesen az elemzést szükséges tovább folytatni, mivel a bevételek, a költségek és az eszköz piaci értéke évről évre változik. Következésképpen szükséges újra kiszámítani a nettó jelenértéket, s évente újra megfontolni az elvetést az eszköz élettartama során. Ezt különösen akkor célszerű megtenni, ha ezt a gazdaságban bekövetkező események diktálják (például a kamatlábak és/vagy a tervezett jövedelmek változása). Újra csak azt kell hangsúlyozni, hogy a **főcél a társaság teljes eszköz-portfóliójának jelenérték maximalizálása**.

A továbbiakban egy olyan példát oldunk meg, amely az elvetési érték szerepét a **bizonytalanság** mellett végzett projekt értékelésben illusztrálja.

Az ABC Zrt 30 millió HUF összeget fektetett be új berendezésbe, előre becsülve a várható többlet pénzáramokat. Ezt mutatja a **6-20. táblázat**. A becslés alapján a projekt elvetési értéke az 1. év végén 25 millió HUF. Ezt az összeget akkor éri el a társaság, ha a projektet felszámolják az 1. év után, s ez a 25 millió HUF független az aktuális 1. évi eredményektől. A projekt a 2. év után várhatóan nem eredményez hozamot. A kalkulatív kamatrátája 12%-os. Számoljuk ki a beruházás várható nettó jelenértékét, s annak várható szórását az elvetési érték figyelembevételével! Hogyan hozza meg a döntést a társaság az elvetési érték figyelembevételével?

**6-20. táblázat: A projektből származó várható többlet pénzáramok nagysága (millióHUF)**

1. év pénzárama	Eredeti valószínűség $w(1)$	2. év pénzárama	Feltételes valószínűség $w(2 1)$
20	0,3	10	0,3
		20	0,5
		30	0,2
30	0,4	20	0,3
		30	0,5
		40	0,2
40	0,3	30	0,3
		40	0,4
		50	0,3

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

A projekthez két bekövetkezési valószínűségi sorozat kapcsolódik: az eredeti valószínűségeket csupán az 1. évre vonatkozó pénzáramok valószínűségeként kell interpretálnunk; a feltételes valószínűségek a 2. év pénzáramainak valószínűségei, amelyek feltétele az 1. év meghatározott kimenetének bekövetkezése. Így a 2. év pénzáramai függnek az 1. év pénzáramától. Ezt a **6-19. táblázatban** a  $w(2|1)$  szimbólum jelöli. Ha nagy pénzáram (profit) jelentkezik az 1. évben, akkor van esély arra, hogy a 2. év is magas pénzáramot (profitot) hoz. Annak érdekében, hogy megkapjuk az 1. és 2. évi kimenet együttes bekövetkezésének valószínűségét, az eredeti valószínűséget meg kell szoroznunk a feltételes valószínűséggel, ami a kapcsolódó valószínűséget jelenti. Ezt a koncepciót alkalmazzuk a **6-20. táblázat** adataira a **6-21. táblázat** előállítására érdekében.

**6-21. táblázat: A várható nettó jelenérték (ENPV) számítása (millió HUF)**

1. év pénzárama (1)	Diszkontfaktor ( $k = 12\%$ ) (2)	PV (3) = (1) × (2)	2. év pénzárama (4)	Diszkontfaktor ( $k = 12\%$ ) (5)	PV (6) = (4) × (5)
20	0,893	17,86	10	0,797	7,97
			20	0,797	15,94
			30	0,797	23,91
30	0,893	26,79	20	0,797	15,94
			30	0,797	23,91
			40	0,797	31,88
40	0,893	35,72	30	0,797	23,91
			40	0,797	31,88
			50	0,797	39,85

Valószínűségi analízis				
Teljes pénzáram jelenértéke (7) = (3)+(6)	Eredeti valószínűség (8)	Feltételes valószínűség (9)	Kapcsolódó valószínűség (10) = (8) × (9)	Várható érték (11) = (7) × (10)
25,83	0,3	0,3	0,09	2,3247
33,80		0,5	0,15	5,0700
41,77		0,2	0,06	2,5062
42,73	0,4	0,3	0,12	5,1276
50,70		0,5	0,20	10,1400
58,67		0,2	0,08	4,6936
59,63	0,3	0,3	0,09	5,3667
67,60		0,4	0,12	8,1120
75,57		0,3	0,09	6,8013
				<b>EPV = 50,1421</b>
				<b>ENPV = 20,1421</b>

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

A **6-22. táblázat** a várható pénzáramok szórásának számítását mutatja.

**6-22. táblázat: A szórás számítása (millió HUF)**

NPV*	– ENPV	=	Eltérés	Eltérés négyzet × Kapcsolódó valószínűség	= Összeg	
– 4,170	20,1421	–	24,3121	591,078200	0,09	53,1970380
3,800	20,1421	–	16,3421	267,064230	0,15	40,0596340
11,770	20,1421	–	8,3721	70,092058	0,06	4,2055234
12,730	20,1421	–	7,4121	54,939226	0,12	6,5927071
20,700	20,1421		0,5579	0,311252	0,20	0,0622504
28,670	20,1421		8,5279	72,725078	0,08	5,8180060
29,630	20,1421		9,4879	90,020246	0,09	8,1018220
37,600	20,1421		17,4579	304,778270	0,12	36,5733920
45,570	20,1421		25,4279	646,578090	0,09	58,1920280
				<b>Összesen: 1,00</b>	<b>212,802380</b>	
				<b>Szórás(<math>\sigma</math>) = <math>\sqrt{212,80238} = 14,587747\% \approx 14,6\%</math></b>		

\* Az értékek a **6-21. táblázat (7)** oszlopából származnak, levonva a 30 000 000 HUF kezdeti beruházási kiadást.

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

Amennyiben a társaság a projektet egy év után elveti, úgy a 25 millió HUF pótolni fog bármilyen 2. évi megtérülést. Más szavakkal kifejezve, ha a projektet elvetik az 1. év végén, akkor az 1. évi megtérülés 25 millió HUF összeggel növekszik, a 2. évben viszont nem lesz megtérülés. Következésképpen ez az elvetési érték becsült 25 millió HUF nagyságának jelenértékét össze kell hasonlítani az akkor várható 2. évi pénzáram jelenlegi értékével, ha nem következik be az elvetés. Annak érdekében, hogy az összehasonlítás helyes legyen, csupán a feltételes valószínűségi eloszláson alapuló 2. évi pénzáramot kell alkalmaznunk, eltérően a korábbiaktól, ahol a kapcsolódó valószínűségeket használtuk. Ezt a számítását mutatja a **6-23. táblázat**.

**6-23. táblázat: A 2. évi többlet pénzáramok várható jelenértéke (millió HUF)**

Pénzáram	Diszkontfaktor ( $k = 12\%$ )	PV	Feltételes valószínűség	EPV
10	0,797	7,97	0,3	2,391
20	0,797	15,94	0,5	7,970
30	0,797	23,91	0,2	4,782
				<b>15,143</b>

20	0,797	15,94	0,3	4,782
30	0,797	23,91	0,5	11,955
40	0,797	31,88	0,2	<u>6,376</u>
				<b>23,113</b>
30	0,797	23,91	0,3	7,173
40	0,797	31,88	0,4	12,752
50	0,797	39,85	0,3	<u>11,955</u>
				<b>31,880</b>

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

Ezek után összehasonlítjuk a 25 millió HUF elvetési érték jelenértékét – a 12%-os kalkulatív kaamtráta (0,893 diszkontfaktor) mellett a 22,325 millió HUF nagyságot – a **6-23. táblázat**ban bemutatott 3 lehetséges pénzáram lefutás részösszegként megadott várható jelenértékével (*EPV*). Ha az elvetés 22,325 millió HUF jelenértéke meghalad egyet vagy többet a lehetséges pénzáram lefutás várható jelenértékéből, akkor az elvetési érték figyelembevétele javítani fog a projekt indikált megtérülésén. (Ez az 1. évi 20 millió HUF pénzáram bekövetkezése esetén lehetséges, mivel  $15,143 < 22,325$  millió HUF.) Ezt az alternatív számítást mutatja a **6-24. táblázat**, a várható jelenértéket az elvetés figyelembevételével illusztrálva.

**6-24. táblázat: A várható nettó jelenérték (ENPV) a benne foglalt elvetési értékkel**  
(millió HUF)

1. évi pénz- áram (1)	Diszkont- faktor ( $k = 12\%$ ) (2)	PV (3) = (1) × (2)	2. évi pénz- áram (4)	Diszkont- faktor ( $k = 12\%$ ) (5)	PV (6) = (4) × (5)	Teljes pénzáram PV-je (7) = (3)+(6)	Kapcsolódó való- színűség (8)	EPV (9) = (7) × (8)
45	0,893	40,185	0	0,797	0	40,185	0,3	12,0555
30	0,893	26,790	20	0,797	15,94	42,73	0,12	5,1276
			30	0,797	23,91	50,70	0,20	10,1400
			40	0,797	31,88	58,67	0,08	4,6936
40	0,893	35,72	30	0,797	23,91	59,63	0,09	5,3667
			40	0,797	31,88	67,60	0,12	8,1120
			50	0,797	39,85	75,57	0,09	6,8013
<i>EPV</i> = 52,2967								
<i>ENPV</i> = 22,2967								

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

A szórás új kalkulációját a **6-25. táblázat** mutatja.

**6-25. táblázat: A többlet pénzáram szórásának számítása a benne foglalt elvetési értékkel**

NPV* – ENPV = (millió HUF)	Eltérés (millió HUF)	Eltérés négyzet × Kapcsolódó valószínűség = (millió HUF)	Összeg (millió HUF)
10,185 – 22,2967 = – 12,1117	– 12,1117	146,693270 × 0,30	44,0079810
12,730 – 22,2967 = – 9,5667	– 9,5667	91,521748 × 0,12	10,9826090
20,700 – 22,2967 = – 1,5967	– 1,5967	2,549451 × 0,20	0,5098902
28,670 – 22,2967 = 6,3733	6,3733	40,618952 × 0,08	3,2495161
29,630 – 22,2967 = 7,3333	7,3333	53,777288 × 0,09	4,8399559
37,600 – 22,2967 = 15,3033	15,3033	234,190990 × 0,12	28,1029180
45,570 – 22,2967 = 23,2733	23,2733	541,646490 × 0,09	48,7481840
		<b>Összesen: 1,00</b>	<b>140,441050</b>
		<b>Szórás(<math>\sigma</math>) = <math>\sqrt{140,44105} = 11,850782\% \approx 12\%</math></b>	

\* Az értékek a **6-24. táblázat** (7) oszlopából származnak, levonva a 30 000 000 HUF kezdeti beruházási kiadást.

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés



Ezek után összehasonlíthatjuk az elvetési értéket tartalmazó eredményeket azokkal, amelyek esetében nem vettük figyelembe az elvetési értéket. Az elvetési értéket tartalmazó számításban az ENPV 20 142 100 HUF nagyságról ról 22 296 700 HUF nagyságra növekszik, azaz az emelkedés kb. 10%-os. A várható pénzáramok szórása viszont 14 587 747 HUF nagyságról 11 850 782 HUF nagyságra, a relatív szórás pedig 72,4%-ról 53,2%-ra mérséklődik. Ebből eredően az **elvetési érték javítja a beruházás eredményességét és mérsékli a kockázatot.**

Az elvetési érték egy másik aspektusból is fontos a finanszírozási döntéshozatalban: a **projektek újraértékelése a létrehozást követő években.** A működési élettartam során, a projekt folytatására vagy elvetésére vonatkozó döntés attól függ, hogy évente milyen értékek jelentkeznek. Például feltételezzük azt, hogy az 1. év során az aktuális pénzáram 20 millió HUF. Ezt követően a 2. évhez kapcsolódó 3 lehetőség feltételesen függ az 1. év 20 millió HUF kimenetétől. A 2. évre vonatkozó másik 6 bekövetkezési valószínűség – ami az eredeti értékelésben feltételesen függ az 1. évi kimenetettől – a továbbiakban nem releváns. A **6-26. táblázatban** található újabb számítás a 2. évi pénzáramokra vonatkozóan, amelyeket az 1. évre diszkontáltunk.

**6-26. táblázat: A 2. évi többlet pénzáram várható jelenértékének (EPV) számítása akkor, ha az 1. évben 20 millió HUF realizálódott (HUF)**

2. évi pénzáram (1)	12%-os diszkont- faktor (2)	PV (3) = (1) × (2)	Bekövetkezési valószínűség (4)	EPV (5) = (3) × (4)
10 000 000	0,893	8 930 000	0,3	2 679 000
20 000 000	0,893	17 860 000	0,5	8 930 000
30 000 000	0,893	26 790 000	0,2	5 358 000
				<b>EPV = 16 967 000</b>

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

Az 1. év végén az elvetési érték 25 millió HUF. Ezt egybevetjük a 2. évi többlet pénzáram várható jelenértékével (EPV), amit az 1. évre diszkontáltunk. Ez az érték a fenti számítás szerint 16 967 000 HUF, így a 25 millió HUF elvetési érték meghaladja a 2. évi többlet pénzáram EPV nagyságát. Ez alapján a projektet elvetjük az 1. év végén. A szórásra (kockázatra) vonatkozó összehasonlítást nem szükséges elvégeznünk, mivel elvetés esetén a pénzáramoknak nincsen szórása.

Tehát **bizonyos esetekben annak ellenére előnyösebb elvetni egy projektet, hogy folytatódó működésének nettó jelenértéke pozitív.** Ennek az az alapvető oka, hogy a rövidebb idő utáni elvetés jelenértéke nagyobb lehet a folytatódó működés jelenértékénél (Van Horne 1998, 184). Ezt a döntési szabályt azonban nehéz végrehajtani különösen akkor, ha a projekt hosszú élettartamú és számos lehetőség van időközben az elvetésre. Amennyiben egy berendezést 20 éven keresztül használhatunk, s bármelyik év végén elvethetjük, úgy az optimális változat meghatározásához, amely maximális ENPV-t eredményez, 20 különböző NPV-kalkulációt kell készítenünk. Ez a megközelítés azért problematikus, mert meg kell találni legalább egy olyan pénzáram lefutást, amely az elvetési értéknél nagyobb ENPV-t biztosít.

#### ■ A stratégiai komponensek bevonása

Az optimális megoldási lehetőség kiválasztásánál a vizsgált cselekvési alternatívák pénzügyi dimenziója mellett a stratégiai komponenseket is figyelembe kell vennünk. A dezinvestíciós projektet nemcsak a jelenlegi erős-gyenge pontjai alapján kell megítélnünk, hanem abból a szempontból is, hogy a projekt mennyire alkalmas a vállalat stratégiai tervének végrehajtására. Következésképpen egy vállalati rész stratégiai értéke a jövőben elérhető profitból adódik a követett vállalati stratégia keretében.

A kérdés most is az, amit feltettünk már a kiváltási-kezdeményezési fázisnál is: a jövőbeni stratégiából várható hasznokat a kvalitatív, *proxy*-kritériumok vagy pedig a kvantitatív, pénzügyi mércék alapján ítélni meg? Erre úgy válaszoltunk a kiváltó-kezdeményezési fázisnál, hogy a döntés a kvalitatív kritériumok felé orientálódik, mivel az első döntésnél rutinszerű döntésről van szó. Ez nem elég a végső döntéshozatalhoz! Itt egyrészt **követelmény az egzaktság legmagasabb mértéke**, másrészt pedig az értékesítési megállapodásokhoz meg kell határoznunk olyan (kvantitatív) **árkülöbséget, amely tekintettel van a stratégiai komponensekre is. Emiatt egy vállalati rész stratégiai jelentőségét is pénzügyi mércékkel és ezáltal a tőkeérték módszer segítségével ítélni meg.**

A **tőkeérték módszer a vállalati rész határárát határozza meg**, amikor a jövőbeni többlet pénzáramot az értékelés határnapjára diszkontáljuk. Ez az eljárás **feltételezi, hogy a vállalat értékelőjének kizárólag pénzárammal kapcsolatos elképzelése van.** Ennek következtében **egy vállalati rész stratégiai előnye**, mint például a piaci részesedés emelése, a beszerzési forrás biztosítása, a termelési kvóták megszerzése, az új elosztási utak feltárása, stb. **a pénzáramba transzformálható.** E megfontolás mögött az áll, hogy például csak azt a piaci részesedést szerezzék meg, amely nyereséggel kecsegtet. Egy konkurens cég vételének oka egyáltalán nem ezen cég piaci részesedésének megszerzése, hanem az a tény, hogy ezáltal a vevő magasabb nyereséget ér el. Ugyanez érvényes egy beszerzési forrás biztosításakor a vállalat megszerzésével. E mögött az a megfontolás áll, hogy nagyobb nyereséget érjenek el a jövőben rendelkezésre álló nyersanyagokkal ahhoz képest, ha elállnak a vállalat átvételétől. Ugyanez érvényes a vállalat felvásárlásával történő új elosztási út feltárásánál is vagy termelési kvóta megszerzésénél is, mivel mindkét stratégiai ügylet azt szolgálja, hogy jövőbeni nyereséget érjenek el. Mindebből azt a konzekvenciát vonhatjuk le, hogy ezeket a stratégiai tényezőket az explicit figyelembe vételével pénzáram vagy nyereség prognózist állíthatunk össze és ezt összehasonlíthatjuk az optimális alternatív beruházással. Tehát megmarad a tőkeérték módszer koncepcionális alapja. A tőkekivonásnál annak megvizsgálásával dönthetünk, hogy vajon elegendő-e a pótlólagos piaci részesedés vagy a nyersanyagbázis biztosítás értéke az alacsony, kedvezőtlen jövedelmezőség helyreállításához.

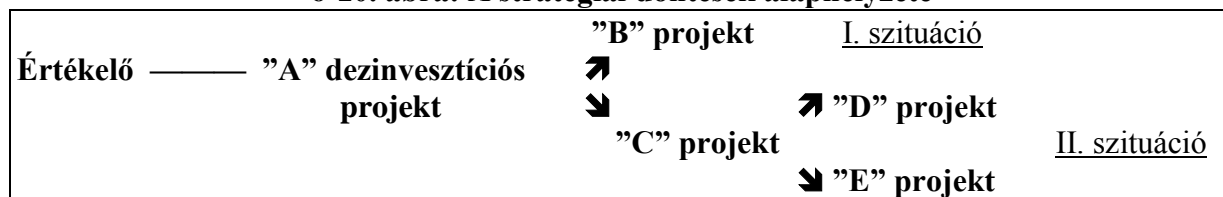
**Lényeges különbség adódik a tervezési időtartamot illetően** akkor, ha a beruházás értékelés konvencionális eljárás módját ki akarjuk terjeszteni a stratégiai komponensekre. Általában a vállalatok értékelése, eredmény és pénzáram tervezése 5 éves időtartamot ölel át. A stratégiai beruházásnak alapjában véve hosszú távú karaktere van, vagyis a beruházás hatása az üzleti eredményre a beruházás végrehajtása után csak több év múlva jelentkezik. Tehát a részletes tervezés akkor kezdődik, amikor azt más esetekben már abba is hagyták.

Egy vállalati rész stratégiai értéke meghatározásának **kiindulópontja** mindig a következő kérdés megválaszolása: hogyan változik a stratégiából származó jövőbeni pénzáram akkor, ha kivonják a tőkét egy vállalati részterületről? A kérdésre adott feleletünket egy eljárásmóddal adjuk meg két példa bemutatásával. Itt ésszerű megkülönböztetni **két különböző alaphelyzetet:**

**1.** A teljes vállalati stratégia része a tőkekivonásra "ítélt" projekt. Ez a vállalati rész elválasztható, de a hozzá tartozó más vállalati részek is a teljes vállalat részei. Ezt az esetet jelöli a **6-10. ábrán** az I. szituáció.

**2.** A vállalati rész által követett stratégia végrehajtása még nem választható le. Ez azt jelenti, hogy legalább még egy további vállalatot hozzá kell vásárolni vagy fel kell építeni, mielőtt a stratégia sikerhez vezet. A **6-10. ábrán** ezt a II. szituáció jelöli.

**6-10. ábra: A stratégiai döntések alaphelyzete**



*Forrás:* Saját szerkesztés

Egy projekt stratégiai értékének meghatározása az I. szituáció esetén könnyebb, mint a II. szituáció esetén. A meghatározást az I. szituációra az alábbi példával illusztráljuk.

Az "U" vállalat üzletágában költségvető stratégiát követ. Az "U" felvásárolta az "A" projektet a piaci részesedés bővítéséhez. Egyúttal megszerezte a "B" vállalatot, amelynek termelési eljárása költségcsökkentéshez vezetett. Az "A"-t elégtelen jövedelmezősége miatt potenciális tőkekivonásra "ítélt" projektként azonosították. Itt az a kérdés merül fel, hogy mekkora az "A" stratégiai jelentősége a teljes vállalati stratégia számára és vajon az elégtelen jövedelmezőség átalakítható-e kedvezővé. A mérlegelés elkészítéséhez és a jobb áttekintéshez a **6-27. táblázat** szolgáltatja a felhasznált adatokat.

**6-27. táblázat: Adatok a vállalat stratégiai értékének számításához**

Megnevezés	"U"	"U"+"A"+"B"	"U"+"A"	"U"+"B"
Piaci részesedés (%)	30,0	50,0	50,0	30,0
Forgalom (millió HUF)	300,0	500,0	500,0	300,0
A forgalom megtérülési rátája (%)	3,0	4,5	3,5	4,0
Nyereség (millió HUF)	9,0	22,5	17,5	12,0
Kalkulatív kamatrátája (%)	10,0	10,0	10,0	10,0
<b>Tőkeérték (millió HUF)</b>	<b>90,0</b>	<b>225,0</b>	<b>175,0</b>	<b>120,0</b>

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

Az "U" létező piacon 30 százalékos részesedést ér el "A" és "B" nélkül, ami 300 millió HUF forgalomnak felel meg. A forgalom 3 százalékos megtérülésénél – ami a nettó profithányad értéke – a többlet pénzárammal azonos éves nyereség 9 millió HUF. Az "A" felvásárlásával a piaci részesedés 50 százalékra, a forgalom pedig 500 millió HUF összegre emelkedik. Közös elosztó hálózat kihasználásával a forgalom megtérülését jelző nettó profithányad 3,5 százalékra emelkedne. Ebből adódik a 17,5 millió HUF éves nyereség (többlet pénzáram). A 175 millió HUF tőkeértéket a meghatározatlan működési élettartam és 10 százalékos kalkulatív kamatrátája feltételezésével nyerjük. A "B" pótlólagos bevonásával a nettó profithányad 4,5 százalékra emelkedik, miközben a piaci részesedés konstans marad. Ezáltal az éves többlet pénzáram 22,5 millió HUF és tőkeérték 225 millió HUF. Ha az "A"-t eladják, akkor a teljes vállalati stratégia csak az "U"-t és "B"-t foglalja magában. Így a piaci részesedés 30 százalékra, a forgalom 300 millió HUF összegre és a forgalom megtérülése 4 százalékra esik vissza az "U"+"A"+"B" egyesüléséhez képest. Az éves többlet pénzáram 12 millió HUF és tőkeérték 120 millió HUF. Ahogyan tervezték, a továbbvezetésnél a tőkeérték 225 millió HUF, miközben "A" nélkül csak 120 millió HUF lenne. Így az "A" stratégia tőkeértéke 105 millió HUF. A dezinvestícióra vonatkozó döntésnél különösen vizsgálni kell a szinergia hatásokat, amelyek elmaradnának akkor, ha kivonnák a tőkét a projektből. Erre még később visszatérünk.

Meggondolandó egy másik szituáció is. Példánkban az "A" projektből kivonnák a tőkét, ami egy másik terület átvételével járna, amelyet megvásárolnának vagy kiépítenének. Ekkor a stratégiai érték minimum a vételárból és abból a pénzáramlásból áll, ami a funkció – meglévő területre történő – áthelyezéséből adódna. Ez az érték 105 millió HUF alatt van, ami nem éri el

az "A" stratégia értékét, s egyúttal árküszöb is az értékesítési megállapodásoknál. Például egy hasonló projekt vételára 100 millió HUF, az áthelyezés pénzkiramlása 50 millió HUF lenne, amit a megváltozott értékesítési feltételekből származó 20 millió HUF pénzbeáramlás mérsékelne. Az "A" projekt megvásárlásának 120 millió HUF tőkeértéke áthelyezéssel 70 millió HUF nagyságra változik. Tehát az a stratégiai (tőke)érték, amit árküszöbként kell itt figyelembe venni, 70 millió HUF. A teljes vállalat számára, a tőke kivonás szempontjából, kedvezőbb lenne az "A" termelést egy másik részterületre áthelyezni az "A" termelésről való lemondás vagy egy új projekt vásárlása helyett.

A korábban közölt **6-10. ábra** szerint egy másik stratégiai értékelést is végezhetünk akkor, ha a jövőben várható helyzet ismeretlen. Ez a **6-10. ábra** szerint a II. szituáció. Ebben az esetben nem állapíthatjuk meg egyértelműen azt, hogy vajon a vállalat a "C" vagy a "D" projektet, vagy pedig egy másik vállalatot szerez meg, illetve épít fel, vagy esetleg teljesen lemond a stratégia végrehajtásáról. A tőkeérték számításával csak durván becsülhetők a jövőbeni szinergiák. A megítéléshez szükséges bevonni a vállalati érték meghatározás alternatív eljárásait! Egy lehetséges eljárásmodot ismét egy példával illusztrálunk.

A kiindulási pont ismét az "U" vállalat, amely a potenciális "A" dezinvestíciós projektet megszerezte, mert ez a "hazait az idegen piacokon" vállalati stratégiát támogatja, amely japán piacokra való kilépést tesz lehetővé. Mivel nem egyértelmű az, hogy a korábban közölt **6-10. ábrában**, a II. szituációval jelölt utat az "U" melyik stratégia követésével fogja megvalósítani, a jövőbeni beruházási követelmények prognózisa és az abból várható siker meghatározása nem lehetséges a jelenben. Az "A" üzleti területet "tőke kivonás-gyanús" projektként azonosították saját (izoláltan szemléltetett) jövőben várható nyeresége miatt.

Határozzuk meg azt, hogy milyen mértékben járul hozzá ez a projekt a teljes vállalati stratégia realizálásához és milyen mértékben képes mérsékelni a veszteséget!

A probléma megoldásához vezető út kétséges, mivel nem tudjuk pontosan, hogy mennyi és milyen alternatívákkal számoljunk egy összehasonlítható projekttel történő egybevetéshez. Az értékelési probléma annak a kérdésnek a megválaszolására redukálódik, hogy milyen alternatív költségek jelentkeznének azonos előfeltevések mellett a kitűzött vállalati profil eléréséhez. A példában alternatíva lehetne a fogadó ország egyik vállalatával alakított Joint-Venture létrehozása vagy pedig fióküzlet létesítése. A Joint-Venture-be 80 millió HUF, a fióktelephelybe (időben kicsit később) 100 millió HUF összeget kellene fektetni. Mindezt figyelembe véve az "A" dezinvestíciós projekt 80 millió HUF összeggel járul hozzá a teljes stratégia megvalósításához akkor, ha mindkét alternatívával minden szempontból összehasonlítható sikerpotenciált biztosítana.

A javasolt eljárásnak egy hátránya van. Az a kockázat, amely a teljes stratégia követéséből származik, nem az egyes projektekre jellemző. A következőkben még tovább fogjuk finomítani a mindkét szituációra alkalmazott eljárásmodot.

### ■ A pénzáram prognózisa

**A jövőbeni befolyásoló tényezők becslésénél fellépő nehézségek kezelése nem a tőke kivonási számítás specifikus problémája.** Mivel a beruházás értékelésénél is azonos problémáról van szó, az ott felhasznált eljárásokra támaszkodhatunk.

#### • Prognózis módszerek a jövőbeni befolyásoló tényezők becsléséhez

Itt olyan prognózis módszereket alkalmazhatunk, amelyekkel nem lehetséges megállapítani a jövőbeni fejlődés biztos irányát, alakulását, csak tendenciák tárhatunk fel. Általánosan az itt használt módszereket matematikai-statisztikai és intuitív-kreatív eljárásokra oszthatjuk. A **matematikai-statisztikai eljárásokat** aszerint különböztetjük meg, hogy vajon foglalkoznak-e az okok kutatásával vagy sem. Az utóbbihoz soroljuk például a trend-extrapolációt. Itt azt

feltételezzük, hogy a múltban ható ok-okozati rendszer elvileg változatlanul érvényes a jövőben is. Kivetítjük a múltbeli alakulást a jövőbe. Az okok kutatásának eljárása, például a regresszió-analízis megvizsgálja milyen okai voltak a múltban a fejlődésre és a kapcsolat milyen módja létezik. A független változó (például értékesítési ár) alakulásából a függő változó (például értékesítési volumen) becslését levezethetjük a jövőben. Az **intuitív-kreatív módszerek** között felsorolhatjuk a szakértői meghallgatás mellett a Delphi-módszert és a scenario-technikát. A Delphi-módszert egy strukturált kikérdezés, "vallatás" segítségével, domináló személyiségtől független csoportos ítélethozatalhoz használjuk fel. A scenario-technikával meghatározhatjuk egy tényelemzés alapján a legfontosabb befolyásoló tényezőket, definiálhatjuk erre a területre a központi mértéket és ennek a mértéknek a prognózisával kialakíthatunk alternatív konzisztens jövőképeket a vizsgálat tárgyát illetően (Sipos 1994, 9-26).

Ezen a helyen, csak felsorolásszerűen, közölt prognózis eljárások alkalmazásának vannak előnyei és hátrányai, amelyekre itt nem térünk ki. Ki kell választani azt, hogy melyik eljárás a legkedvezőbb a konkrét esetben.

- **Bizonytalan nagyságok a tőkeérték kalkulációban**

A tőkekivonásra készült kalkuláció egyik döntő kérdése az, hogy vajon mennyi évre kellene becsülni a jövőbeni értékeket, vagyis a gazdasági horizont kérdése. Kényszerűen adódik egy időhorizont is belső (például a beruházás élettartama, termék élettartama) és/vagy külső (például a szükségletek eltolása, konkurencia behatolása) okokból, amelyek kvantifikálása feltevéseken alapul. Ezekből az okokból eredően a jövőbeni sikert több fázisra tervezhetjük. Általában az 1. fázis, az első 3 évre vonatkozó becslés nagyon részletes. A 2. fázis 5 évet ölel át, amely általános trend-várakozások becslését tartalmazza. A 3. fázis egy lineáris további fejlődést feltételez adott feltevések mellett, mivel a befolyásoló tényezők itt már többnyire áttekinthetetlenek.

A **fokozódó bizonytalanság és a hiányos becslés jövőre vonatkozó hátrányos hatásait gyengítheti** egy érvelés. Eszerint a tőkeérték számításnál alkalmazott diszkontálás művelete az időben távol eső értékeknek kisebb jelenértéket ad úgy, hogy a **jövőbeni érték mindig csekélyebb jelentőséget kap a teljes tőkeértékben**. Ezáltal pedig azt mondhatjuk, hogy a **véges járadék és az örökjáradék között fennálló különbség annál csekélyebb, minél hosszabb a véges járadék számításának futamideje és minél nagyobb az alkalmazott diszkontráta**. (Ezt már igazoltuk a 3.12.5. fejezetben.)

A (dez)invesztícióra vonatkozó kalkuláció készítésekor a következő **négy módszer szolgál a bizonytalanság figyelembevételére**.

1. **"Korrektúra"-eljárás**

A különböző környezeti szituációk következményeként jelentkező több bizonytalansági tényezőt az ún. biztonsági ekvivalensben vesz figyelembe. A bizonytalanság – többek között – a pénzáram ingadozásokból, a használati időtartam hosszúságából és a kalkulatív kamatráta alakulásából származik. Ezt az eljárást a szakirodalom jogosan kritizálja. A kritika fő pontja az, hogy a kockázat csökkentését vagy növekedését szubjektíven és nem racionálisan indokolják meg.

2. **Érzékenység-elemzés**

Azt vizsgáljuk meg, hogy miként hat az egyes befolyásoló (*input*) tényezők (például kalkulatív kamatráta, értékesítési volumen, projekt élettartam, termék és tényező ár, beruházási kiadás, stb.) változása a tőkeérték (*output*) nagyságára, miközben az összes többi befolyásoló tényező változatlan marad. Ezzel a bizonyosságot azáltal tudjuk becsülni, hogy megnézzük, milyen mértékben akceptálhatjuk vagy marad előnyös egy cselekvési alternatíva a kezdeti konstelláció (kedvezőtlen) változásakor is. Azt vizsgáljuk, hogy mekkora az eltérés a bizonytalannak tekintett input tényező és a tőkeérték számításnál eredetileg alkalmazott érték között anélkül, hogy annak előnyösségét a döntésnél revideálni kellene. Más szavakkal: mindazokat az input tényezőket keressük, amelyek mellett a tőkeérték nullával egyenlő. Ez az elemzés nem oldja

meg a döntés problémáját bizonytalanságnál, de betekintést nyújt egy cselekvési alternatíva struktúrájába és tükrözi a bizonytalanság hatásait. (Ehhez már közöltünk példát a 2.2. fejezetben.)

### 3. Várható érték és szórás

Segíti a bizonytalan cselekvési alternatíva kiválasztását. Ennek alapvető feltétele a döntéshozó kockázat iránti attitűdjének ismerete. Itt hozhatunk döntést a Bernoulli-elv szerint is, amelynél az összes bekövetkezési érték egy, a döntéshozó által individuálisan meghatározható kockázat-haszon függvény segítségével haszonértékbe transzformálható és ezáltal a maximális hozamértéket megállapíthatjuk.

### 4. A kockázat elemzése

A bizonytalan befolyásoló tényezők valószínűségi megoszlásából eredően az eredmény-nagyságok valószínűségi megoszlása a szimulációs eljárás segítségével származtatható. Az így kapott megoszlások alapján a cselekvési alternatívák összehasonlíthatók.

#### • A kalkulatív kamatráta

Mivel a tőkeérték eljárás egy parciális modell, formális feltevések szükségesek a tervezési időhorizont alatt várható vállalati megtérülésről, a finanszírozási és újra befektetési lehetőségekről. Ezeket figyelembe vesszük a kalkulatív kamatráta nagyságának megállapításához. Ennek az alábbi három funkciója van:

1. A kalkulatív kamatráta a befektető által **megkövetelt megtérülési ráta** kifejezése.
2. A kalkulatív kamatráta képviseli az **idegen és saját tőke finanszírozási költségeit**.
3. A kalkulatív kamatráta a vállalati pénzáramok jelenértékének meghatározásához a **diszkontfaktor**, ezáltal pedig segíti a különböző időpontokban felmerülő **pénzáramok összehasonlítását**.

A **kalkulatív kamatráta** nevezett három funkciójából két **alternatív meghatározást** származtathatunk. Egyrészt a **kamatráta**, mint a befektető által megkövetelt megtérülési ráta, ami a vállalaton belüli és azon kívül eső befektetési lehetőségekre irányul, egy adott alternatív befektetésnél *opportunity costs*-ként kezeljük. Másrészt pedig a (dez)investíció végrehajtásához, mint **tőkeköltséget** a mérlegeléshez bevonhatjuk. Egy dezinvestíciós döntés keretében a **célmegtérülés**, amit a "dezinvestíciós jelölteknek" előírnak, kalkulatív kamatrátának tekintjük. **Mivel a kalkulatív kamatráta a modell megfontolások figyelembe vételével alakul ki, nincsen általánosan meghatározható kamatráta.** A kalkulatív kamatráta nagysága **egyszerűsítéseken, feltevéseken alapul**, például az adózás és a vállalat saját adottságainak tekintetbe vételével.

#### ■ A tőkekivonás pénzáramának a meghatározása

Ebben a részben összegyűjtjük – összefoglaló jelleggel – a továbbvezetési, az értékesítési és a megszüntetési lehetőségekből származó pénzáramok egyes komponenseit (amelyekből jelenértéket számolunk), figyelembe véve a 6.1.9. részben közölteket.

#### - A továbbvezetési lehetőség

A jövőbeni többlet pénzáram változatlan formában történő továbbvezetésnél

- + pótlólagos pénzáram az átstrukturáló intézkedések eredményeképpen
- + pótlólagos pénzáram a stratégiai irány megváltoztatásával
- + stratégiai érték
  - teljesítmény-gazdasági szinergia hatások
  - + pénzügy-gazdasági szinergia hatások
- vagy
- pénzkiáramlás a vállalat átépítése vagy áthelyezéséből eredően
- vagy
- pénzkiáramlás egy ekvivalens vállalat vétele esetén

= **a továbbvezetés pénzáram komponensei**

A fenti pénzáram komponensek megjelennek a következő, tárgyalásra kerülő részekben, ezért itt nem magyarázzuk meg az egyes tételek tartalmát.

#### **- Az értékesítési lehetőség**

Az értékesítési ár nagysága és értéke az eladó számára különösen függ a vevőtől és a kapott ellenszolgáltatás módjától. **Először szűk értelemben** használjuk a dezinvestíciós projekt lehetséges vételárát. A korábbi, 6.1.8. fejezetben bemutattuk azt, hogy az értékesítési ár nagyságát az **értékesítési csomag variálásával** alakíthatjuk. Ezt a lehetőséget itt az **első lépésben kizárjuk**, de a következő lépésben bevonjuk.

**A vételárnak az a nagysága, amit a vevő hajlandó fizetni, attól a jövőbeni pénzáramtól, mint hozamtól függ, amelyet a vevő a vállalat átvételével kitermelhet.** Egyúttal ennek a hozamnak a nagysága a **vevő célkitűzése**, amit el akar érni a vállalat megszerzésével. **Itt meg kell különböztetni** azt, hogy vajon a vevő a **vállalati rész továbbvezetését vagy likvidálását** választja. A továbbvezetésnél figyelembe kell venni azt, hogy vajon a vevő fontolgatja egy új stratégiai irány kialakításának lehetőségét vagy sem. Az eladó saját dezinvestíciós projektjének tőke- vagy likvidációs értékét becsüli, amelynek kiindulási pontja az értékesítési árbevétel nagysága.

A vállalat **továbbvezetésénél** a jövőbeni haszon a befektető-vevő számára abból a nettó pénzáramból adódik, amit a vállalat a befektetőnek nyújt. Emellett léteznek nem pénzügyi várakozások is, amelyek nem kvantitatív jellegűek és csak nehezen határozhatók meg. Az eladó az értékesítési árbevétel becslésénél arra is figyel, hogy a vevő a vállalat átvételével **értéknövelő intézkedéseket** szándékozzon tenni. A lehetséges értéknövelő intézkedéseket **rekultiválási intézkedéseknek** vagy a **szinergia hatások elérésének** nevezzük. Az eladó megvizsgálhatja egy potenciális vevő esetén azt, hogy vajon az átstrukturáló intézkedések jövőbeni többlet pénzáram növekedéséhez vezethet. Megvizsgálhatja azt is, hogy vajon realizálhatnak egyes vevő(i) csoportok) áru- vagy pénzügygazdasági szinergiákat a dezinvestíciós projektek átvételével. A szinergia-potenciálok és az átstrukturáló intézkedések emelik a vevő oldalán az ár felső határát. A tőkét kivonó eladónak meg kell próbálni rábeszélni a vevőt a szinergia-potenciálok figyelembe vételére a vételár emelésének elérése érdekében. A vevő által szándékozott új stratégiai irány választása esetén úgy kalkulálhatjuk ki a maximális vételárát, hogy kiszámoljuk az adott projekt új stratégiai irány választása mellett levő tőkeérték és az új irány nélküli, azaz a változatlan további működés mellett számított tőkeérték közötti különbséget.

Amennyiben a vevő érdeke a vállalat **likvidálása**, úgy a támpont a lehetséges vételár eléréséhez a likvidációs érték. A likvidáció – ami egy vállalat megvásárlásának célkitűzése – például akkor jogos, ha egy konkurens vevőként a konkurens termelés megszüntetését akarja elérni. A likvidációs értéket úgy kapjuk meg, hogy a vállalat egyes vagyontárgyainak értékesítési árából levonjuk a vállalati adósságot és a likvidációs költségeket. A likvidációs érték speciális vagyoneérték, mivel a vevőt megillető pénzáramot a vállalat szétesésénél, a vállalati működés meghiúsulásakor számszerűsíti.

Végül is a lehetséges vételár nagyságát csak becsülhetjük. A végérvényes vételárát csak a vételi megállapodások keretében tudjuk meghatározni. Az egyes alternatívák összehasonlítása érdekében érzékenységi elemzéssel megvizsgálhatjuk azt, hogy az egyes alternatívák melyik vételárnál optimálisak.

A vállalat értékesítésének sikere függ a vételár ellenszolgáltatás módjától is. A vételi megállapodásnál különböző érdekek állnak egymással szemben. Általában az eladó lehetőleg korai fizetést preferál fix összegben, amelynél a vevői oldalra túlnyomórészt áthárítható a vállalati átvétel kockázata. Ezzel szemben a vevő lehetőleg később történő fizetést szeretne egy számára kellemes fizetési formában és módban. A vételár törlesztésének módjánál tekintetbe kell venni a különböző fizetési időpontokat a kamatozáson keresztül.

Mindenesetre a tőkekivonás sikerét fokozni tudjuk az individuálisan összeállított értékesítési csomaggal, amit a következő részben veszünk figyelembe.

Eddig a dezinvestíciós projekt értékesítési árát csak szűk értelemben tárgyaltuk. A **következő lépésben az értékesítési csomag variálásával** azonban a szűk értelemben vett értékesítési árát növelni, befolyásolni tudjuk. A tőkeérték vagy likvidációs érték alapján meghatározott értékesítési árbevétel adott esetben korrigálni kell

- az értékesítési csomag korlátozásával vagy bővítésével;
- a dezinvestíciós projekt vállalatban maradó gazdasági tárgyainak értékével;
- az *opportunity costs*-tal vagy elmaradt haszonnal, amely nem a dezinvestíciós projekthez tartozó, de a vállalatnál maradó vagyontárgyak esetében keletkezik.

Extrém esetben minden egyes vagyontárgy számára egy haszon/költség elemzést kell végezni, vagyis összehasonlítani a projekt értékesítéséből származó árbevétel növekedését azzal a pénzkiráramlással, ami a vállalat leválasztásával keletkezne. Itt az is előfordulhat, hogy a dezinvestíciós projekt veszteséget termelő részének leválasztása az értékesítési árbevételt növeli.

Az is kérdés, hogy vajon melyik alkalmazott akar tovább dolgozni a tőkekivonásra "ítélt" vállalatnál. A **személyzet tovább foglalkoztatása** azt feltételezi, hogy annak technikai vagy adminisztratív *know-how*-jára szükség lesz. Ez pedig értékesítésnél csökkenti a projekt értékét a vevő szempontjából, ezzel pedig a vételár felső határát is mérsékli. A tőkét kivonó eladó számára olyan mértékben emelkedne a haszon, ahogyan megszűnnének a betanításra és kiképzésre fordított kifizetések az azonosan kvalifikált **új munkaerő bevonásával**. A tőkekivonás mellett érvelő döntéshozónak most azt kell megvizsgálni, hogy vajon ezek az *opportunity costs* tételek meghaladják-e a vételár csökkentését. Ezen összehasonlítás alapján eldönthető, hogy az adásvételi szerződés megkötésekor vagy már korábban, az alkalmazotti stáb melyik része választható le a projektről. Például az eladónál 5 millió HUF pénzkiráramlással járna a betanítás és kiképzés, a vevő szempontjából a vételár 3 millió HUF összeggel csökkenne akkor, ha az alkalmazottakat tovább foglalkoztatja. A választás és annak végrehajthatósága a szerződéses partnerek beleegyezését feltételezi. Más oldalról viszont a tőkekivonásra "ítélt" vállalatnál az **egyes alkalmazottak kizárása** is szóba kerülhet akkor, ha a felvásárlásra kizemelt vállalatnál számukra nincsen megfelelő foglalkoztatás. Az eladási ár mérséklését összehasonlíthatjuk a munkaerő elbocsátás vagy átképzés költségeivel, de mérlegelés tárgyát képezhetik a vállalati image-et érintő megfontolások mellett a szociális aspektusok is. A vevő szempontjából jogosnak ítéljük meg a szükséges foglalkoztatási struktúra "tisztítás", átalakítás végrehajtását, mivel el akarja kerülni a megvásárolt vállalattal kapcsolatos bizonytalan költségeket, a hosszas és vitás megállapodásokat és image-veszteségeket. A tőkét kivonó cégnek az áthelyezés, korengedményes nyugdíjaztatás, felmondási szerződések, stb. lehetőségeket is értékelni kell és minderről döntést kell hozni.

Elvileg azonos megfontolásokat fogalmazhatunk meg a **dezinvestíciós projekt dologi potenciáljai** – ingatlanok, gépek, berendezések, felszerelések, járművek – számára. A tőkét kivonó meggondolhatja azt, hogy vajon egy **más irányú felhasználás** kedvezőbb a teljes projekttel együtt történő **értékesítéshez** képest vagy sem. Itt össze tudjuk hasonlítani azt a hasznot, amit egy más irányú felhasználással érnek el az értékesítéssel szemben. Egy aktíva "más irányú felhasználása" alatt értjük egy külső vevőnek történő eladását vagy pedig belső felhasználását a tőkét kivonó vállalatban belül. Tétélezzük fel azt, hogy egy aktíva külső vevőnek történő értékesítésénél az árbevétel 3 millió HUF, miközben ugyanezen eszköz további felhasználása esetén az árbevétel 2 millió HUF összeggel csökkenne. Ezzel az összehasonlítással az értékesítés mellett döntünk abban az esetben, ha az aktíva leválasztható a teljes vállalati területről. Más esetben a teljes csomag értékesítésére törekednénk. Figyelembe kell vennünk az egyes vagyontárgyak vállalatban belüli tovább felhasználásának lehetőségét is. Itt mérlegelhetjük azt, hogy mennyivel csökkenti az értékesítési árbevételt az azonos



vagyontárgy beszerzésének és beszerelésének költségei. Ezt csak akkor mérlegelhetjük következetesen, ha össze tudjuk hasonlítani az új vagyontárgyat kora, állapota, stb. alapján a dezinvestíciós projekt egyes vagyontárgyaival. Ezekkel az összehasonlításokkal és mérlegelésekkel kizárhatjuk a működéshez nem szükséges aktívákat, s egyúttal meggondolhatjuk azok más irányú felhasználását is. Ezáltal pedig a dezinvestíciós projekt árát a vevő számára kedvezőbb szintre csökkenthetjük, mivel a nem szükséges aktívákat kizártuk az értékesítési csomagból. A forgóeszközök közül a vevő számára a követelések abból a szempontból fontosak, hogy azokból mikor és mennyi pénzeszköz lesz. Ezen kívül megvizsgálhatjuk a dezinvestíciós projekt rendelésállományánál azt, hogy vajon nem lenne-e célszerűbb az, ha maga a tőkét kivonó vállalat végezné a feldolgozást a technikai-technológiai lehetőségek fennállása és a vevő beleegyezése esetén.

Nem hagyhatjuk figyelmen kívül a pénzáram számításnál azt, hogy **bekerülhetnek az értékesítési csomagba más vállalati területekről is vagyontárgyak**. Itt az is lehet a követett irány, hogy egy attraktív dezinvestíciós projekttel egy nehezen értékesíthető részterületet szeretnénk eladni vagy pedig egy nehezen értékesíthető projektet egy attraktív részterülethez hozzácsatolni. Ezzel elkerülhetjük az adott területek, egységek megszüntetését és az ebből eredő pénzkiáramlások növekedését. A vállalat számára a pénzáram változása az értékesítési ár változásából adódik az egyes projektek, hozzácsatolása alapján, levonva ebből azt az elmaradt többlet pénzáramot, illetve felmerült többlet pénzkiáramlást, amely a projekt megszüntetéséből adódik, mivel ez a projekt kiesik a vállalat egészének teljesítmény programjából. Tehát az elérhető értékesítési ár, amit a tőke-, illetve a likvidációs érték meghatározásából nyerünk, tartalmazza a dezinvestíciós projekt vevőjének értéknövelő, átstrukturáló intézkedéseit és a szinergia potenciálokat. A számítás menete tételesen felsorolva az alábbi módon történik:

#### **Tőke- vagy likvidációs érték**

- értékesítési árbevétel csökkenése a meglévő munkaerő adminisztratív vagy technikai know-how-jának további használatával
- + elmaradt pénzkiáramlás az azonosan kvalifikált munkaerő adminisztratív vagy technikai know-how-jának kiépítése esetén
- + értékesítési árbevétel emelése a nem szükséges munkaerő elbocsátásával vagy áthelyezésével
- a munkaerő elbocsátásával/áthelyezésével járó pénzkiáramlás
- az értékesítési árbevétel csökkenése a meglévő dologi potenciálok bevonása miatt
- + értékesítési árbevétel dologi potenciálok értékesítése miatt
- + elmaradt pénzkiáramlás az azonos fajta, szükséges dologi potenciálok belső létesítése miatt
- +/- az értékesítési árbevétel változása a rendelésállomány kikapcsolásával
- +/- a rendelések saját előállításának nettó eredménye
- +/- az értékesítési árbevétel változása a dezinvestíciós projekten kívül levő kiegészítő potenciálok bevonásával
- +/- a teljes vállalat többlet pénzáramának változása a kiegészítő projektek kiesésével
- = **bruttó értékesítési árbevétel a vállalati rész egészben történő értékesítésénél az értékesítési csomag változása mellett.**

Döntenünk kell a dezinvestíciós projekt teljesítmény-előállító és felhasználó program megtartásáról vagy kieséséről. **A teljesítmény-előállító program megtartása három – egymást nem kizárható – ok miatt indokolt:**

1. A teljesítmény-előállítás megtartása a siker szempontjából ésszerű.
2. Léteznek (hosszú távú) szerződéses szállítói kötelezettségek.
3. A dezinvestíciós projekt által előállított teljesítmény a tőkét kivonó (eladó) vállalat további termelési folyamatához szükséges.

Itt olyan alapvető alternatívák létezhetnek a tőke kivonásra "ítélt" vállalati egység számára, mint a teljesítmény-előállító program saját gyártással vagy külső bevonással, vagyis vásárlással (make or buy). Tőke kivonásra vonatkozó döntésnél a saját előállítás folytatása lehetséges egy másik vállalati területre történő áthelyezéssel is. Most két kérdésre kell válaszolnunk a teljesítmény-előállító és felhasználási program megtartását illetően:

A./ Vajon melyik előnyösebb, a saját gyártás vagy pedig a vásárlás?

B./ Vajon megéri a teljesítmény-előállítás megőrzése köztes produktumként vagy végtermékként?

Az A./ kérdés megválaszolásakor szembeállítjuk azokat a pénzkiáramlásokat, amelyek egy további saját előállításnál keletkeznek

- a tőkét kivonó vállalat egy másik részterületén meglévő szabad kapacitás kihasználásából vagy

- egy másik részterületen az új kapacitás kiépítéséből vagy

- egy másik részterületen levő teljesítmény kiszorításából

azokkal a pénzkiáramlásokkal, amelyek a vásárlásnál (külső gyártásnál) jelentkeznek.

A teljesítmény-előállítás megtartására vonatkozó döntésnél a fent nevezett három lehetséges okot vizsgálni kell. Ha a teljesítmény-előállítás megőrzése siker megfontolásokból indokolt, akkor ez azt feltételezi, hogy egy olyan árat kellene elérni, ami a teljes költséget fedezi vagy túllépi a termelés áthelyezése, illetve a vásárlás ellenére is. A második ok a hosszú távú szállítói kötelezettségeket illeti, ami inkább a megszüntetésnél eldöntendő kérdés, mivel értékesítésnél a szerződéses kötelezettségek teljesítése teljes egészében a vevőre hárulnak. Ezen a helyen – teljes körűsre törekedve – arról az esetről is szó van, hogy ha a vevő a kötelezettségeket nem teljesíti. Itt végezhetünk egy összehasonlítást a további termelés sikere és a szerződés nem teljesítése esetén fizetendő kötbér között. Legyen például 2 millió HUF a veszteség jelenértéke a szerződés teljesítésénél saját gyártással vagy vásárlással! Tisztán pénzügyi megfontolások mellett a szerződés teljesítés csak akkor ésszerű, ha a kötbér 2 millió HUF felett van. A szerződés teljesítéstől való elállás esetén a kapott előleget vissza kell fizetni.

A teljesítmény-előállító program megtartásának harmadik oka az, hogy a dezinvestíciós projekt által nyújtott teljesítmény a tőkét kivonó (eladó) vállalat további termelési folyamatához szükséges. Ezt a döntést nem tudjuk meghozni a teljesítményt felhasználó programtól függetlenül. Vizsgálunk kell azt, hogy vajon ésszerű-e a dezinvestíciós projekt megszünetése ellenére a teljes termékvonalat fenntartani, amelyhez éppen a megszűnő projekt teljesítménye szükséges. Ez esetben el kell végeznünk egy gazdaságossági számítást a teljes termékvonalra. Az eddig meghatározott bruttó értékesítési árbevétel a vállalati rész egészben történő értékesítésénél az alábbi komponensekkel módosul:

**Bruttó értékesítési árbevétel a vállalati rész egészben történő értékesítésénél az értékesítési csomag változása mellett**

+ pénzbeáramlás a teljesítmény-előállító program megtartásánál az értékesítési piacról vagy a szerződéses kötelezettségek teljesítéséből

- pénzkiáramlás a teljesítmény-előállító program megtartásánál a saját gyártás vagy vásárlás miatt

- pénzkiáramlás a teljesítmény program megszűnésénél a szerződésszegések vagy a kapott előlegek visszafizetése miatt akkor, ha a vevő ezeket a szerződéseket nem teljesíti.

- pénzkiáramlás a termékvonal megőrzése miatt

+/- pénzbeáramlás/pénzkiáramlás a termékvonal feladása miatt

= **bruttó értékesítési árbevétel a teljesítmény program megszűnése esetén**

Egy vállalati rész egészben történő értékesítésénél olyan pénzkiramlások keletkeznek, amelyek **főként** a jogi költségekkel és az adózással kapcsolatosak. **Jogi költségek:** szerződések készítése, közjegyző felé történő kifizetések, bírósági perköltségek, tanácsadók díjazása, stb. Ezen kívül pénzkiramlással kell számolnunk a potenciális vevők megkeresésekor, kapcsolat felvételkor és tárgyalásoknál. Nem lebecsülendők azok a kifizetések, amelyek az eladónál keletkeznek akkor, ha egy üzleti területet az egészről leválasztanak. Továbbá figyelembe kell vennünk az **adófizetés** nagyságát is, amely a dezinvestíciós projekt értékesítésénél keletkezik. Nem maradhat figyelmen kívül az sem, hogy hogyan fizetik vissza a dezinvestíciós projektet terhelő hitelt akkor, ha azt a vevő nem veszi át. Ekkor felül kell vizsgálnunk azt, hogy ez mennyire terheli és rontja a teljes vállalat likviditási helyzetét. Amennyiben a vevő nem veszi át a hitelt, úgy azt a vételár nagyságának tükröznie kell. Ennek a résznek a végén összegyűjtjük – összefoglaló jelleggel – az értékesítési alternatívából származó pénzáramok egyes komponenseit (amelyekből jelenértéket számolunk).

**Becsült értékesítési ár a tőke- vagy likvidációs érték bázisán**, amely tartalmazza a lehetséges átstrukturáló intézkedéseket és szinergia hatásokat a vevő szempontjából

- értékesítési árbevétel csökkenése a meglévő munkaerő adminisztratív vagy technikai know-how-jának további használatával
- + elmaradt pénzkiramlás az azonosan kvalifikált munkaerő adminisztratív vagy technikai *know-how*-jának kiépítése esetén
- + értékesítési árbevétel emelése a nem szükséges munkaerő elbocsátásával vagy áthelyezésével
- a munkaerő elbocsátásával/áthelyezésével járó pénzkiramlás
- az értékesítési árbevétel csökkenése a meglévő dologi potenciálok bevonása miatt
- + értékesítési árbevétel dologi potenciálok értékesítése miatt
- + elmaradt pénzkiramlás az azonos fajta, szükséges dologi potenciálok belső létesítése miatt
- +/- az értékesítési árbevétel változása a rendelésállomány kikapcsolásával
- +/- a rendelések saját előállításának nettó eredménye
- +/- az értékesítési árbevétel változása a dezinvestíciós projekten kívül levő kiegészítő potenciálok bevonásával
- +/- a teljes vállalat többlet pénzáramának változása a kiegészítő projektek kiesésével
- = **bruttó értékesítési árbevétel a vállalati rész egészben történő értékesítésénél az értékesítési csomag változása mellett.**
- + pénzbeáramlás a teljesítmény-előállító program megtartásánál
  - az értékesítési piacról
  - a szerződéses kötelezettségek teljesítéséből
- pénzkiramlás a teljesítmény-előállító program megtartásánál a saját gyártás vagy vásárlás miatt
- pénzkiramlás szerződés-szegések vagy a kapott előlegek visszafizetése miatt akkor, ha a vevő ezeket a szerződéseket nem teljesíti.
- pénzkiramlás a termékvonal megőrzése miatt
- +/- pénzbeáramlás/pénzkiramlás a termékvonal feladása miatt
- = **bruttó értékesítési árbevétel a teljesítmény program megszűnése esetén**
- jogi és tanácsadási költségek
- adófizetés
- hitel visszafizetés
- = **pénzáram a vállalat egésze értékesítésénél**

## ■ Az értékesítési alternatívák

Az értékesítési ár nagysága és értéke az eladó számára különösen függ a vevőtől és a kapott ellenszolgáltatás módjától. **Először szűk értelemben** használjuk a dezinvestíciós projekt lehetséges vételárát. A korábbi, **6.8. ábra** már bemutatta azt, hogy az értékesítési ár nagysága **az értékesítési csomag variálásával** alakítható. Ezt a lehetőséget itt az **első lépésben kizárjuk**, de a következő lépésben bevonjuk.

**A vételárnak az a nagysága, amit a vevő hajlandó fizetni, attól a jövőbeni hozamtól függ, amelyet a vevő a vállalat átvételével kitermelhet.** Egyúttal e hozam nagysága a **vevő célkitűzése**, amit el akar érni a vállalat megszerzésével. **Itt meg kell különböztetni** azt, hogy vajon a vevő a **vállalati rész továbbvezetését vagy likvidálását** választja-e. A továbbvezetésnél figyelembe kell venni azt, hogy vajon a vevő fontolgatja-e egy új stratégiai irány kialakításának lehetőségét vagy sem. Az eladó saját dezinvestíciós projektjének tőke- vagy likvidációs értékét becsüli, amelynek kiindulási pontja az értékesítési árbevétel nagysága. **Továbbvezetésnél** a vállalat jövőbeni haszna a befektető-vevő számára abból a nettó pénzáramból adódik, amit a vállalat a befektetőnek nyújt. Emellett léteznek nem pénzügyi várakozások is, amelyek nem kvantitatív jellegűek és csak nehezen határozhatók meg. Az eladó az értékesítési árbevétel becsülésénél arra is figyel, hogy a vevő a vállalat átvételével **értéknövelő intézkedéseket** szándékozzon tenni. A lehetséges értéknövelő intézkedéseket **rekultiválási intézkedéseknek** vagy a **szinergia hatások elérésének** nevezzük. Az eladó megvizsgálhatja egy potenciális vevő esetén azt, hogy vajon az átstrukturáló intézkedések jövőbeni többlet pénzáram növekedéséhez vezethet. Megvizsgálhatja azt is, hogy vajon realizálhatnak-e egyes vevő(i) csoportok) áru- vagy pénzügygazdasági szinergiákat a dezinvestíciós projektek átvételével. A szinergia-potenciálok és az átstrukturáló intézkedések emelik a vevő oldalán az ár felső határát. A tőkét kivonó eladónak meg kell próbálni rábeszélni a vevőt a szinergia-potenciálok figyelembe vételére a vételár emelésének elérése érdekében. A vevő által szándékozott új stratégiai irány választása esetén úgy kalkulálhatjuk ki a maximális vételárát, hogy kiszámoljuk az adott projekt új stratégiai irány választása mellett levő tőkeérték és az új irány nélküli, azaz a változatlan további működés mellett számított tőkeérték közötti különbséget.

Amennyiben a vevő érdeke a vállalat **likvidálása**, úgy a támpont a lehetséges vételár eléréséhez a likvidációs érték. A likvidáció – ami egy vállalat megvásárlásának célkitűzése – például akkor jogos, ha egy konkurens vevőként a konkurens termelés megszüntetését akarja elérni. A likvidációs értéket úgy kapjuk meg, hogy a vállalat egyes vagyontárgyainak értékesítési árából levonjuk a vállalati adósságot és a likvidációs költségeket. A likvidációs érték speciális vagyoneérték, mivel a vevőt megillető pénzáramot a vállalat szétesésénél, a vállalati működés meghiúsulásakor számszerűsíti.

Végül is a lehetséges vételár nagyságát csak becsülni tudjuk. A végérvényes vételárát csak a vételi megállapodások keretében tudjuk meghatározni. Az egyes alternatívák összehasonlítása érdekében érzékenységi elemzéssel megvizsgálhatjuk azt, hogy az egyes alternatívák melyik vételárnál optimálisak.

A vállalat értékesítésének sikere függ a vételár mint ellenszolgáltatás módjától is. A vételi megállapodásnál különböző érdekek állnak egymással szemben. Általában az eladó lehetőleg korai fizetést preferál fix összegben, amelynél a vevői oldalra túlnyomórészt áthárítható a vállalati átvétel kockázata. Ezzel szemben a vevő lehetőleg később történő fizetést szeretne egy számára kellemes fizetési formában és módban. A vételár törlesztésének módjánál tekintetbe kell venni a különböző fizetési időpontokat a kamatozáson keresztül.

Mindenesetre a tőke kivonás sikerét fokozni tudjuk az individuálisan összeállított értékesítési csomaggal, amit a következő részben veszünk figyelembe.

Eddig a dezinvestíciós projekt értékesítési árát csak szűk értelemben tárgyaltuk. **A következő lépésben az értékesítési csomag variálásával** azonban a szűk értelemben vett értékesítési árát

növelni, befolyásolni tudjuk. A tőkeérték vagy likvidációs érték alapján meghatározott értékesítési árbevételt adott esetben korrigálni kell

- az értékesítési csomag korlátozásával vagy bővítésével;
- a dezinvestíciós projekt vállalatban maradó gazdasági tárgyainak értékével;
- az *opportunity costs* vagy elmaradt haszon nagysággal, amely nem a dezinvestíciós projekthez tartozó, de a vállalatnál maradó vagyontárgyak esetében keletkezik.

Extrém esetben minden egyes vagyontárgy számára egy haszon/költség elemzést kell végezni, vagyis összehasonlítani a projekt értékesítéséből származó árbevétel növekedését azzal a pénzkiáramlással, ami a vállalat leválasztásával keletkezne. Itt az is előfordulhat, hogy a dezinvestíciós projekt veszteséget termelő részének leválasztása az értékesítési árbevételt növeli.

Kérdés az is, hogy vajon melyik alkalmazott akar tovább dolgozni a tőkekivonásra "ítélt" vállalatnál. A **személyzet tovább foglalkoztatása** azt feltételezi, hogy annak technikai vagy adminisztratív know-how-jára szükség lesz. Ez pedig értékesítésnél csökkenti a projekt értékét a vevő szempontjából, ezzel pedig a vételár felső határát is mérsékli. A tőkét kivonó eladó számára olyan mértékben emelkedne a haszon, ahogyan megszűnnének a betanításra és kiképzésre fordított kifizetések az azonosan kvalifikált **új munkaerő bevonásával**. A tőkekivonás mellett érvelő döntéshozónak most azt kell megvizsgálni, hogy vajon ezek az 'opportunity costs' tételek meghaladják-e a vételár csökkentését. Ezen összehasonlítás alapján eldönthető, hogy az adásvételi szerződés megkötésekor vagy már korábban, az alkalmazotti stáb melyik része választható le a projektről. Például az eladónál 5 millió HUF pénzkiáramlással járna a betanítás és kiképzés, a vevő szempontjából a vételár 3 millió HUF összeggel csökkenne akkor, ha az alkalmazottakat tovább foglalkoztatja. A választás és annak végrehajthatósága a szerződéses partnerek beleegyezését feltételezi. Más oldalról viszont a tőkekivonásra 'ítélt' vállalatnál az **egyes alkalmazottak kizárása** is szóba kerülhet akkor, ha a felvásárlásra kiszemelt vállalatnál számukra nincsen megfelelő foglalkoztatás. Az eladási ár mérséklését összehasonlíthatjuk a munkaerő elbocsátás vagy átképzés költségeivel, de mérlegelés tárgyát képezhetik a vállalati imázs-t érintő megfontolások mellett a szociális aspektusok is. A vevő szempontjából jogosnak ítéljük meg a szükséges foglalkoztatási struktúra 'tisztítás', átalakítás végrehajtását, mivel el akarja kerülni a megvásárolt vállalattal kapcsolatos bizonytalan költségeket, a hosszas és vitás megállapodásokat és imázs-veszteségeket. A tőkét kivonó cégnek az áthelyezés, korengedményes nyugdíjaztatás, felmondási szerződések, stb. lehetőségeket is értékelni kell, és minderről döntést kell hozni.

Elvileg azonos megfontolásokat fogalmazhatunk meg a **dezinvestíciós projekt dologi potenciáljai** – ingatlanok, gépek, berendezések, felszerelések, járművek – számára. A tőkét kivonó meggondolhatja azt, hogy vajon egy **más irányú felhasználás** kedvezőbb a teljes projekttel együtt történő **értékesítéshez** képest vagy sem. Itt össze tudjuk hasonlítani azt a hasznot, amit egy más irányú felhasználással érnek el az értékesítéssel szemben. Egy aktív "más irányú felhasználása" alatt értjük egy külső vevőnek történő eladását vagy pedig belső felhasználását a tőkét kivonó vállalatban belül. Tétélezzük fel azt, hogy egy aktív külső vevőnek történő értékesítésénél az árbevétel 3 millió HUF, miközben ugyanezen eszköz további felhasználása esetén az árbevétel 2 millió HUF összeggel csökkenne. Ezzel az összehasonlítással az értékesítés mellett döntünk abban az esetben, ha az aktív leválasztható a teljes vállalati területről. Más esetben a teljes csomag értékesítésére törekednénk. Figyelembe kell vennünk az egyes vagyontárgyak vállalatban belüli tovább felhasználásának lehetőségét is. Itt mérlegelhetjük azt, hogy mennyivel csökkentik az értékesítési árbevételt az azonos vagyontárgy beszerzésének és beszerelésének költségei. Ezt csak akkor mérlegelhetjük következetesen, ha össze tudjuk hasonlítani az új vagyontárgyat kora, állapota, stb. alapján a dezinvestíciós projekt egyes vagyontárgyaival. Mindezen összehasonlításokkal és

mérlegelésekkel kizárhatjuk a működéshez nem szükséges aktívákat és egyúttal meggondolhatjuk azok más irányú felhasználását is. Ezáltal pedig a dezinvestíciós projekt árát a vevő számára kedvezőbb szintre csökkenthetjük, mivel a nem szükséges aktívákat kizártuk az értékesítési csomagból. A forgóeszközök közül a vevő számára a követelések abból a szempontból fontosak, hogy azokból mikor és mennyi pénzeszköz lesz. Ezen kívül megvizsgálhatjuk a dezinvestíciós projekt rendelésállományánál azt, hogy vajon nem lenne-e célszerűbb az, ha maga a tőkét kivonó vállalat végezné a feldolgozást a technikai-technológiai lehetőségek fennállása és a vevő beleegyezése esetén.

Nem hagyhatjuk figyelmen kívül a pénzáram számításnál azt, hogy **bekerülhetnek az értékesítési csomagba más vállalati területekről is vagyontárgyak**. Itt az is lehet a követett irány, hogy egy attraktív dezinvestíciós projekttel egy nehezen értékesíthető részterületet szeretnénk eladni vagy pedig egy nehezen értékesíthető projektet egy attraktív részterülethez hozzácsatolni. Ezzel elkerülhetjük az adott területek, egységek megszüntetését és az ebből eredő pénzkirámlások növekedését. A vállalat számára a pénzáram változása az értékesítési ár változásából adódik az egyes projektek, hozzácsatolása alapján, levonva ebből azt az elmaradt többlet pénzáramot, illetve felmerült többlet pénzkirámlást, amely a projekt megszüntetéséből adódik, mivel ez a projekt kiesik a vállalat egészének teljesítmény programjából. Tehát az elérhető értékesítési ár, amit a tőke-, illetve a likvidációs érték meghatározásából nyerünk, tartalmazza a dezinvestíciós projekt vevőjének értéknövelő, átstrukturáló intézkedéseit és a szinergia potenciálokat. A számítás menete tételesen felsorolva az alábbi módon történik:

<b>Tőke- vagy likvidációs érték (millió HUF)</b>	<b>100,0</b>
– értékesítési árbevétel csökkenése a meglévő munkaerő adminisztratív vagy technikai <i>know-how</i> -jának további használatával	– 10,0
+ elmaradt pénzkirámlás az azonosan kvalifikált munkaerő adminisztratív vagy technikai <i>know-how</i> -jának kiépítése esetén	+ 5,0
+ értékesítési árbevétel emelése a nem szükséges munkaerő elbocsátásával vagy áthelyezésével	+ 5,0
– a munkaerő elbocsátásával/áthelyezésével járó pénzkirámlás	– 18,0
– az értékesítési árbevétel csökkenése a meglévő dologi potenciálok bevonása miatt	– 2,0
+ értékesítési árbevétel dologi potenciálok értékesítése miatt	+ 8,0
+ elmaradt pénzkirámlás az azonos típusú, szükséges dologi potenciálok belső létesítése miatt	+ 4,5
+/- az értékesítési árbevétel változása a rendelésállomány kikapcsolásával	– 20,0
+/- a rendelések saját előállításának nettó eredménye	+ 7,5
+/- az értékesítési árbevétel változása a dezinvestíciós projekten kívül levő kiegészítő potenciálok bevonásával	+ 3,0
+/- a teljes vállalat többlet pénzáramának változása a kiegészítő projektek kiesésével	0,0
<b>= bruttó értékesítési árbevétel a vállalati rész egészben történő értékesítésénél az értékesítési csomag változása mellett</b>	<b>82,0</b>

Döntenünk kell a dezinvestíciós projekt teljesítmény-előállító és felhasználó program megtartásáról vagy kieséséről. **A teljesítmény-előállító program megtartása 3** – egymást nem kizáró – **ok miatt indokolt:**

1. A teljesítmény-előállítás megtartása a siker szempontjából ésszerű.
2. Léteznek (hosszú távú) szerződéses szállítói kötelezettségek.
3. A dezinvestíciós projekt által előállított teljesítmény a tőkét kivonó (eladó) vállalat további termelési folyamatához szükséges.

Itt olyan alapvető alternatívák létezhetnek a tőke kivonásra "ítélt" vállalati egység számára, mint a teljesítmény-előállító program saját gyártással vagy külső bevonással, vagyis vásárlással (*make or buy*). Tőke kivonásra vonatkozó döntésnél a saját előállítás folytatása lehetséges egy másik vállalati területre történő áthelyezéssel is.

Most két kérdésre kell válaszolnunk a teljesítmény-előállító és felhasználási program megtartását illetően:

A./ Melyik előnyösebb, a saját gyártás vagy pedig a vásárlás?

B./ Megéri-e a teljesítmény-előállítás megőrzése köztes produktumként vagy végtermékként?

Az A./ kérdés megválaszolásakor szembeállítjuk azokat a pénzkiáramlásokat, amelyek egy további saját előállításnál keletkeznek

- a tőkét kivonó vállalat egy másik részterületén meglévő szabad kapacitás kihasználásából vagy

- egy másik részterületen az új kapacitás kiépítéséből vagy

- egy másik részterületen levő teljesítmény kiszorításából

azokkal a pénzkiáramlásokkal, amelyek a vásárlásnál (külső gyártásnál) jelentkeznek.

A teljesítmény-előállítás megtartására vonatkozó döntésnél a fent nevezett három lehetséges okot vizsgálni kell. Ha a teljesítmény-előállítás megőrzése siker-megfontolásokból indokolt, akkor ez azt feltételezi, hogy egy olyan árat kellene elérni, ami a teljes költséget fedezi vagy túllépi a termelés áthelyezése, illetve a vásárlás ellenére is. A második ok a hosszú távú szállítói kötelezettségeket illeti, ami inkább a megszüntetésnél eldöntendő kérdés, mivel értékesítésnél a szerződéses kötelezettségek teljesítése teljes egészében a vevőre hárul. Ezen a helyen – teljes körűsége törekedve – arról az esetről is szó van, hogy ha a vevő a kötelezettségeket nem teljesíti. Itt végezhetünk egy összehasonlítást a további termelés sikere és a szerződés nem teljesítése esetén fizetendő kötbér között. Legyen például 2 millió HUF a veszteség jelenértéke a szerződés teljesítésénél saját gyártással vagy vásárlással! Tisztán pénzügyi megfontolások mellett a szerződés teljesítése csak akkor ésszerű, ha a kötbér 2 millió HUF felett van. A szerződés teljesítésétől való elállás esetén a kapott előleget vissza kell fizetni.

A teljesítmény-előállító program megtartásának harmadik oka az, hogy a dezinvestíciós projekt által nyújtott teljesítmény a tőkét kivonó (eladó) vállalat további termelési folyamatához szükséges. Ezt a döntést nem tudjuk meghozni a teljesítményt felhasználó programtól függetlenül. Vizsgálunk kell azt, hogy vajon ésszerű-e a dezinvestíciós projekt megszűnése ellenére a teljes termékvonalat fenntartani, amelyhez éppen a megszűnő projekt teljesítménye szükséges. Ez esetben el kell végeznünk egy gazdaságossági számítást a teljes termékvonatra. Az eddig kalkulált 82 millió HUF bruttó értékesítési árbevétel a vállalati rész egészben történő értékesítésénél az alábbi komponensekkel módosul:

<b>Bruttó értékesítési árbevétel a vállalati rész egészben történő értékesítésénél az értékesítési csomag változása mellett</b>	<b>82,0</b>
+ pénzbeáramlás a teljesítmény-előállító program megtartásánál az értékesítési piacról vagy a szerződéses kötelezettségek teljesítéséből	+ 41,4
– pénzkiáramlás a teljesítmény-előállító program megtartásánál a saját gyártás vagy vásárlás miatt	– 12,0
– pénzkiáramlás a teljesítmény program megszűnésénél a szerződésszegések vagy a kapott előlegek visszafizetése miatt akkor, ha a vevő ezeket a szerződéseket nem teljesíti	– 5,0
– pénzkiáramlás a termékvonala megőrzése miatt	– 8,0
+/- pénzbeáramlás/pénzkiáramlás a termékvonala feladása miatt	+ 12,0
<b>= bruttó értékesítési árbevétel a teljesítmény program megszűnése esetén</b>	<b>110,4</b>

Egy vállalati rész egészben történő értékesítésénél olyan pénzkiramlások keletkeznek, amelyek **főként** a jogi költségekkel és az adózással kapcsolatosak. **Jogi költségek:** szerződések készítése, közjegyző felé történő kifizetések, bírósági perköltések, tanácsadók díjazása, stb. Ezen kívül pénzkiramlással kell számolnunk a potenciális vevők megkeresésekor, kapcsolatfelvételkor és tárgyalásoknál. Nem lebecsülendők azok a kifizetések, amelyek **az eladónál keletkeznek akkor, ha egy üzleti területet az egésztől leválasztanak**. Továbbá figyelembe kell vennünk az **adófizetés** nagyságát is, amely a dezinvestíciós projekt értékesítésénél keletkezik. Nem maradhat figyelmen kívül az sem, hogy miként fizetik vissza a dezinvestíciós projektet terhelő hitelt akkor, ha azt a vevő nem veszi át. Ekkor felül kell vizsgálnunk azt, hogy ez mennyire terheli és rontja a teljes vállalat likviditási helyzetét. Amennyiben a vevő nem veszi át a hitelt, úgy azt a vételár nagyságának tükröznie kell.

Most összegyűjtve listázzuk az értékesítési alternatívából származó pénzáramok egyes komponenseit (amelyekből jelenértéket számolunk).

<b>Becsült értékesítési ár a tőke- vagy likvidációs érték bázisán</b> , amely tartalmazza a lehetséges átstrukturáló intézkedéseket és szinergia hatásokat a vevő szempontjából	<b>100,0</b>
– értékesítési árbevétel csökkenése a meglévő munkaerő adminisztratív vagy technikai <i>know-how</i> -jának további használatával	– 10,0
+ elmaradt pénzkiramlás az azonosan kvalifikált munkaerő adminisztratív vagy technikai <i>know-how</i> -jának kiépítése esetén	+ 5,0
+ értékesítési árbevétel emelése a nem szükséges munkaerő elbocsátásával vagy áthelyezésével	+ 5,0
– a munkaerő elbocsátásával/áthelyezésével járó pénzkiramlás	– 18,0
– az értékesítési árbevétel csökkenése a meglévő dologi potenciálok bevonása miatt	– 2,0
+ értékesítési árbevétel dologi potenciálok értékesítése miatt	+ 8,0
+ elmaradt pénzkiramlás az azonosfajta, szükséges dologi potenciálok belső létesítése miatt	+ 4,5
+/- az értékesítési árbevétel változása a rendelésállomány kikapcsolásával	– 20,0
+/- a rendelések saját előállításának nettó eredménye	+ 7,5
+/- az értékesítési árbevétel változása a dezinvestíciós projekten kívül levő kiegészítő potenciálok bevonásával	+ 3,0
+/- a teljes vállalat többlet pénzáramának változása a kiegészítő projektek kiesésével	0,0
<b>= bruttó értékesítési árbevétel a vállalati rész egészben történő értékesítésénél az értékesítési csomag változása mellett</b>	<b>82,0</b>
+ pénzbeáramlás a teljesítmény-előállító program megtartásánál	
• az értékesítési piacról	+ 26,4
• a szerződéses kötelezettségek teljesítéséből	+ 15,0
– pénzkiramlás a teljesítmény-előállító program megtartásánál a saját gyártás vagy vásárlás miatt	– 12,0
– pénzkiramlás szerződészegések vagy a kapott előlegek visszafizetése miatt akkor, ha a vevő ezeket a szerződéseket nem teljesíti	– 5,0
– pénzkiramlás a termékvonallal megőrzése miatt	– 8,0
+/- pénzbeáramlás/pénzkiramlás a termékvonallal feladása miatt	+ 12,0
<b>= bruttó értékesítési árbevétel a teljesítmény program megszűnése esetén</b>	<b>110,4</b>
– jogi és tanácsadási költségek	– 2,5
– társasági adófizetés	– 17,4
– idegen tőke visszafizetése	– 3,5
<b>= pénzáram a vállalat egésze értékesítésénél</b>	<b>87,0</b>



Tehát a vállalat egészének értékesítési alternatívájával 87 millió HUF adózás utáni pénzáram várható. Ezután még hátra van a vállalati rész megszüntetése esetén várható pénzáram egyes tételeinek meghatározása.

### ■ A megszüntetési alternatívák

Itt meg tudjuk becsülni az értékesítési vagy likvidációs bevétel nagyságát. Ehhez nincsen általánosan érvényes értékelési szabály. Az értékesítési árbevétel nagyságának kiszámításához az alábbi **öt befolyásoló tényezőt** különböztetjük meg:

1. A likvidálhatóság mértéke.
2. Az értékesítés időpontja.
3. Az értékesíthető potenciálok állapota és korszerűsége.
4. Az értékesíthető potenciálok felhasználási lehetőségei.
5. Az értékesíthető potenciálok szétbonthatósága.

A fenti öt befolyásoló tényező figyelembe vétele az egyes vagyontárgyak értékesítési árbevétele becslésének kiinduló pontjai. Alapvetően a vagyontárgyakat külső félnek értékesítik, vagy pedig vállalaton belül tovább felhasználják. Belső felhasználásnál elszámoló árat kell alkalmaznunk, amelynek nagyságát egy hasonló projekt újrabeszerzési ára szerint határozhatjuk meg. Mivel a likvidációs érték mérésénél is a hasonló projekt eladási ára lehet a mérce, az újrabeszerzési és a likvidációs érték mérésénél tovább nem differenciálunk.

A **tárgyi eszközök** elidegeníthetők, ahova az ingatlanok, az épületek, a gépek, berendezések, felszerelések és a járművek csoportja tartozik.

Az ingatlanok értékének származtatásához a **kiindulási pont** az alábbi lehet:

1. A ténylegesen kifizetett vételár.
2. Összehasonlító árak (ügynököknél, építészeknél, ingatlan-értékbecslőknél, stb.)
3. Hivatalos értékbecslés.

Figyelembe kell vennünk az építményi/bérleti joggal terhelt ingatlanoknál a nettó értékesítési árbevétel kalkulálásakor a jövőbeni építményi pénzkiramlások jelenértékét is.

Az **épületek** érték-meghatározásának kiinduló pontja az új érték jelenlegi árbázison, amelyből levonjuk az értékcsökkenési leírást, a hosszú távon kihasználatlan kapacitást, az eddigi használatot és egyéb értékcsökkentő tényezőket, mint például repedés, gombásodás, stb.

Az **ingatlanok**nál és épületeknél elérhető értékesítési árbevétel nagyságának meghatározásakor mérlegelnünk kell azt is, hogy milyen a vevő jövőbeni célkitűzése az adott vagyontárgy használatát illetően. (Például több gyártócsarnokból bevásárló központokat, "kirakódó vásárokat", teniszcsarnokokat alakítottak ki.) Az értékesítés tárgyát képező projekt összes előnyét – például a vonat csatlakozás lehetősége, a város vagy városközpont közelsége, stb. – be kell vonnunk a vizsgálatba. Alapjában véve az ingatlanokat és az épületeket nem tekinthetjük egymástól elválaszthatatlan egységeknek. Például az épület dűledezik, önmagában nem értékesíthető, de az ingatlan értéke emelkedhet azzal, hogy az épületet előbb lebontják. A bontási költségek azonban az értékesítési árbevételt csökkentik.

Továbbá meg kell határoznunk az értékesítési árbevétel nagyságát **gépekre, berendezésekre, erő- és munkagépekre, készülékekre, építményekre, szerszámokra, igazgatási berendezésekre és járművekre**, valamint **csekély értékű tárgyi eszközökre** vonatkozóan. Az értékesítési árbevétel becslésének kiindulópontját képezik az árlisták, amelyeket beszerezhetünk az előállító cégektől, a gyártóktól vagy más hasonló cégektől. Minden olyan adatot tekintetbe kell vennünk, amely a piaci helyzetre és a piac állapotára vonatkozik. Például egy saját fejlesztésű eszköz 2 millió HUF könyvszerinti értékkel már csak ócskavas értéknek számít, levonva a bontási költségeket is, akkor ha az más cégek számára értéktelen.

A **részesedéseket**, a **pénzügyi befektetéseket** piaci értéken (vagy árfolyam értéken) vesszük figyelembe akkor, ha azok a dezinvestíciós projektről leválaszthatók.

Az **anyagok** különböző fajtáinak értékesítési árbevételének megszabható nagysága a beszerzési ár. Itt vizsgálhatjuk a belső továbbfelhasználás lehetőségét. Amennyiben erre ésszerű lehetőség áll fenn, úgy az anyagok beszerzési árát a dezinvestíció sikeréhez hozzászámolhatjuk.

A **félkész termékek** többnyire nem értékesíthetők. Értéken aluli (dömping) áruk vagy ócskavas áruk van. A **késztermékek** még nem szállíthatók el, hiányzik a megállapított eladási áruk. A még meg nem rendelt késztermékek általában csak árengedménnyel értékesíthetők. Itt a piaci viszonyokat mindenképpen mérlegelni kell.

A **készlet tartalékoknál** arra kell ügyelnünk, hogy a készletezési költségek az értékesítési árbevételre csökkentsék. Az összes készletpozíciót vizsgálnunk kell és lehetőség szerint értékesítésre kell törekednünk a felmerülő készletezési költségek megtakarítása érdekében.

Megbecsülhetjük a **követelés** behajtásból származó pénzbeáramlás nagyságát is. A behajtható és biztos követeléseket névértékükön értékeljük, a kétes és a behajthatatlan követeléseknek nulla értéket adunk.

A várható adó-visszatérítéseket, jóváírásokat és kártalanításokat a valószínűsíthető értéken veszik figyelembe. Ne hagyjuk figyelmen kívül azt sem, hogy az állam és más szervezetek nemzetgazdasági, különösen szerkezetpolitikai vagy környezetpolitikai aspektusok alapján prémiumokat szolgáltathatnak a megszüntetések végrehajtásához. Az ebből származó pénzbeáramlásokat a megszüntetési alternatívák értékelésénél figyelembe vesszük.

Számításba kell venni azt is, hogy likvidáció esetén az adós a fizetéseit megalapozatlan reklamációkkal részben igyekszik elodáztatni. A kamatmentes követeléseknél felülvizsgálhatjuk azt, hogy vajon megszüntetéskor a követelések teljesítését az anyavállalat biztosítja-e vagy pedig az adós általi visszafizetését követeli meg. Lehetséges a kinnlevőségeket egy faktoring társaságnak eladni, s ezáltal azonnal likviditás javulást vagy éppen növekedést érhetünk el.

Megszüntetésnél csak azok az **immateriális vagyontárgyak** járulnak hozzá a dezinvestíció sikeréhez, amelyek leválaszthatók a vállalatról: működőképes szervezeti egység, jó vevői viszony, kvalifikált alkalmazottak, üzleti vagy cégérték. Például megszüntetésnél nulla az érték akkor, ha az alkalmazottak a vállalatban belül nem helyezhetők át.

Az immateriális eszközértékeket önálló forgalmi értéken (koncessziók, licencek, kontingensek és kvóták, szindikált jogok, vízhasználati jogok, iparjog, ásvány-nyerési jog, égetési jogok, haszonbérleti jogok, stb.) vehetjük figyelembe akkor, ha azok a vállalatban belül tovább felhasználhatók. Az immateriális vagyontárgyaknak egy másik csoportjában (szabadalom, márka, szerzői és kiadói jogok, beszállítói jogok, vételi és opciós jogok, know-how szerződések, K+F-eredmények, vevői kártyák, stb.) származtatott forgalmi értékkel számolunk, hiszen itt már nincsen mód, illetve értelmetlen a vállalatban belüli további felhasználás lehetőségén gondolkodnunk. Itt azzal a pénzbeáramlással számolhatunk, ami egy harmadik félnek történő átruházásból származhatna.

Az immateriális értéket helyes becslési értéken nehéz meghatározni. Az immateriális érték gyakran csak feltételesen értékelhető és izolálható önállóan. A haszon és ezzel egy potenciális vételár a vevőtől függ. A vevő érdeke lehet például egy konstrukciós tervért magas összeget fizetni, mert az pontosan a termelési programba illik, s ezáltal megspórolná a magas K+F költséget. A többi vevőnek ez teljesen értéktelen lenne.

Egy megszüntetés mindig tartalmazza az illető vállalat **személyi kapacitásának** nullára redukálását. Ehhez különböző intézkedéseket gondolhatunk át, amelyek a megszüntetésre váró vállalat számára különböző pénzáramokat váltanak ki. Ebben a részben felsoroljuk ezen intézkedések lehetséges pénzáramlását. Összehasonlításképpen kedvezőnek mutatkoznak azok az intézkedések, amelyek nem tartalmazzák a személyzet direkt leépítését, mint például belépési stop, túlórázás leépítése és teljes idejű munkaszerződések átalakítása részidejű munkaszerződéseké. Ezek csak előkészületi intézkedések arra az esetre, hogy a megszüntetést nem hirtelen hajtják végre, hanem időbeni késéssel. Amennyiben a munkavállalókat áthelyezik a vállalat másik részeibe, úgy betanítási költségekkel kell számolnunk. A vállalat számára a

személyi kapacitás csökkentésének legdrágább módja a tömeges elbocsátás mellett az előidejű nyugdíjaztatás. A kártalanítással történő szerződés érvénytelenítése a vállalat pénzügyi megterhelése szempontjából hasonló az előidejű nyugdíjazás esetével. A legnagyobb megterhelést a szabályos és a tömeges elbocsátás jelenti. Tekintsük át ehhez a **6-28. táblázatot!** Ebből azt látjuk, hogy megszüntetésnél a személyzet csökkentésének elkerülhetetlen intézkedései, mint a tömeges elbocsátás, a szabályos elbocsátás, a rövidített munkaidő bevezetése, a vállalatot érintő pénzügyi megterhelés, a legkedvezőtlenebb alternatívák. A megszüntetési alternatívák értékelésénél az említett intézkedések pénzügyi következményeit tisztáznunk kell. A végérvényes döntés meghozatalánál ezt is pontosan kell figyelembe vennünk.

**6-28. táblázat: A személyi kapacitás csökkentés lehetséges intézkedéseinek előnyben részesítési rangsora a vállalat pénzügyi megterhelése szerint**

Rangsor	Intézkedések
1.	Kölcsönbevett munkavállalók leépítése. A túlórázás leépítése.
2.	Belépési stop.
3.	A szerződés érvénytelenítése kártalanítással. Előidejű nyugdíjazás.
4.	Rövidített munkaidő bevezetése. Áthelyezés. A szerződés módosítása teljes munkaidőből részmunkaidőre. Szabályos elbocsátás (felmondás).
5.	Tömeges elbocsátás.

*Forrás: Saját szerkesztés*

**A megszüntetett projekt teljesítmény programja kiesik a vállalat átfogó teljesítményéből.** Azok a megfontolások, amelyeket az értékesítési alternatíváknál már közöltünk, a megszüntetési alternatíváknál hasonló módon érvényesek egy módosítás kivételével. Mivel a megszüntetés folyamata – ellentétben az értékesítéssel – szukcesszív, lehetséges az, hogy a megszüntetésre váró projekt termelésének egy részét – legalábbis részben – a régi működési helyén fenntartják, megőrzik. Ebből adódik a megszüntetési alternatíváknál a vállalat számára egy lehetőség a hosszú távú elővételi és szállítói szerződések teljesítéséhez vagy előre történő teljesítések a termeléshez más termékvonalak számára anélkül, hogy a terméket egy másik részterületen raktároznák. Itt minden egyes alternatíva gazdasági előnyét meg kell vizsgálnunk. Számolnunk kell a megszüntetési alternatívák értékelésénél a **megszüntetéssel járó leszerelési, bontási és hasonló költségekkel**. Példásképpen az eddig részletezett pénzügyi áramlásokon kívül újabb tételek keletkeznek azáltal, hogy a gépeket el kell távolítani az alapzatukból, el kell azokat szállítani, épületeket vagy épületrészeket el kell bontani, a felmerülő károkat ki kell javítani. Továbbá arra is figyelni kell, hogy a kapott támogatásokat, amelyek a megszüntetésre váró projekt fennmaradásával kapcsolatosak, a megszüntetés végrehajtásakor vissza kell fizetni. Ezen kívül a működés beszüntetésénél a törvényes környezeti előírások betartása érdekében intézkedéseket kell végrehajtani. (Különösen a rekultiválásra kell figyelni.)

A megszüntetésnél **vissza kell fizetni a dezinvestíciós projekt által lekötött idegen tőkét.** Ez különösen akkor jelent problémát, ha a megszüntetés során a hitelbiztosítékként felhasznált befektetett eszközöket és/vagy forgóeszközöket értékesítik vagy a kapott kölcsönforrás a működés fennmaradásához kötött. Továbbá a hitelezők magatartására, követeléseire az is jellemző, hogy gyorsabban követelik vissza az adósságot likvidáció esetében. Az így felmerülő előidejű törlesztéssel járó kifizetéseket a pénzáram számításban alapuló dezinvestíciós értékelésnél tekintetbe kell vennünk. Amennyiben a dezinvestíciós projekt konkrét hitelének kondíciója kedvezőbb egy külső vállalattól kapott hitelhez képest, úgy lehetséges a tartozás konvertálása a vállalat egészére. A keletkező hitelköltségeket és a dezinvestíciós projekt

hitelének konvertálása közötti differencia ténylegesen felmerülő költségeket jelent, amelyek viszont a megszüntetési alternatíva nyereségét növeli.

**Adózás** szempontjából a vállalat vagy egyes részeinek megszüntetése a vállalat egészének kötelessége. Az értékesítésből és likvidálásból származó bevétel adóköteles. Az adóztatható pénzügyi alapok az ún. "lebonyolításra váró záró vagyon" és a "lebonyolításra váró nyitó vagyon" közötti különbség.

Ezen a helyen összegyűjtjük a megszüntetési alternatívából származó pénzáramok egyes komponenseit (amelyekből jelenértéket számolunk).

<b>Pénzbeáramlások értékesítésből vagy elkerülendő pénzkirámlások belső továbbfelhasználásból (millió HUF)</b>	
• befektetett eszközök materiális vagyontárgyai	+ 28,0
• befektetett eszközök immateriális vagyon komponensei	0,0
• forgóeszközök	+17,0
– pénzkirámlások a munkaerő elbocsátásából	– 12,0
+ pénzbeáramlás a teljesítmény-előállító program megtartásánál	
• az értékesítési piacról	+ 26,4
• a szerződéses kötelezettségek teljesítéséből	+ 15,0
– pénzkirámlás a teljesítmény-előállító program megtartásánál saját előállítás vagy külső gyártás alapján	– 12,0
– pénzkirámlás szerződés-szegés vagy kapott előlegek visszafizetése miatt	
– pénzkirámlás a termékvonal megőrzése miatt	– 8,0
+/- pénzbeáramlás/pénzkirámlás a termékvonal feladása miatt	+ 12,0
– lebontás, szétszerelés és hasonló költségek	– 1,5
– támogatások visszafizetése	– 3,8
– pénzkirámlás rekultiváláshoz	– 1,2
– idegen tőke visszafizetése	– 3,5
– társasági adófizetés	– 10,1
<b>= pénzáram a dezinvestíciós projekt megszűnésénél</b>	<b>46,3</b>

Tehát a megszüntetési alternatívával 46,3 millió HUF adózás utáni pénzáram várható. Ez kevesebb a vállalat egésze értékesítési alternatívájával kalkulált 87 millió HUF adózás utáni pénzáram., így az értékesítés mindenképpen kedvezőbb.

**A tervezett továbbvezetési, értékesítési és megszüntetési alternatívák – általunk javasolt – pénzáram komponenseinek meghatározása után, kiszámolhatjuk a különböző időpontokban keletkező pénzáramok jelenértékét a vonatkoztatási (avagy a döntéshozatali) időpontra.** Egy cselekvési alternatíva jelenértékének összege ezen alternatíva célértékét adja meg. Azt az alternatívát érdemes magvalósítani, amelynek **legnagyobb a jelenérték összege.**

Mivel a pénzáram egyes komponensei bizonytalanok, tanácsos **érzékenységi elemzést**<sup>23</sup> végeznünk az egyes komponensekre az alternatívák előnyösségének felülvizsgálata érdekében. Ezt az elemzést elvégezhetjük például a stratégiai értékre, mivel ez nagy bizonytalanságot foglal magában nem leválasztható stratégiánál. Megadunk egy kritikus, még elfogadható stratégiai értéket, s megnézzük egyenként a komponensek mennyire térnek el az eredeti becsléstől. Ha csak nagyon kis mértékben, akkor az adott komponens kockázatosnak tekintjük. Amennyiben több ilyen kockázatos komponens létezik, úgy nem tekintjük optimálisnak a cselekvési alternatívát. Ezzel a megfontolással meghozhatjuk a végérvényes döntést a vizsgált cselekvési alternatíva esetén.

<sup>23</sup> A vállalati (nem szisztematikus) kockázat elemzéséhez a 2.2. fejezetben olvashatunk.

## ■ A dezinvestíciós projekt stratégiai értékének meghatározása

Egy dezinvestíciós projekt stratégiai értékének meghatározásakor azzal a problémával is szembesülnünk kell, hogy vajon a dezinvestíció tárgyát képező vállalati rész (azaz projekt) a vállalat egészének szervezeti struktúrájából leválasztható vagy pedig nem. Ebből a szempontból – a közvetlen pénzáram meghatározáshoz képest – nem kell különbséget tenni megszüntetési és értékesítési alternatívák között. Ellenben differenciálni kell leválasztható és nem leválasztható stratégia végrehajtása között.

### • A stratégiai érték meghatározása leválasztható stratégiánál

Ha a dezinvestíciós projektnek egy stratégiai értéket kell tulajdonítani és ez a projekt (vagy vállalati rész) a teljes vállalat része, akkor leválasztható stratégiáról beszélünk. A vállalati vezetés döntéshozatalának és végrehajtásának tárgyai az egyes vállalati részek. Az adott vállalati rész hozzájárulását a teljes stratégia sikeréhez olyan szinergia hatásként tekintjük, amely a dezinvestíciós projektnek a többi vállalati résszel történő együttműködéséből, egymásra hatásából adódik és ez a tőkekivonással megszűnne. Tehát szinergia hatásról beszélünk akkor, ha a különböző gazdasági egységek tevékenységét úgy sikerül összehangolni, hogy a tevékenységek nem egyszerűen csak összegeződnek, hanem azt meghaladó hatásossággal kapcsolódnak össze. Ez a sajátosság értéknövelő hatású. Penrose (1959) dolgozta ki először a szinergia hatás koncepcióját. A diverzifikált vállalatok stratégiájára alapozva a versenyelőny két formáját különbözteti meg. Az ún. *economies in operation* gazdasági előnye abból keletkezik, hogy egy diverzifikált vállalathoz tartozó üzleti egységek gazdasági funkcióinak költségeit felosztják vagy pedig együttesen használják ki menedzsereik tudását, képességét. Az ún. *economies in expansion* előnye abban jelentkezik, hogy az egyesülő vállalatok új iparágakban könnyebben diverzifikálhatók és megfelelő piaci pozíciót építhetnek ki. (Például a Phillip Morris a sörpiacon szerez meg egy vállalatot, kihasználva azt a képességét a marketing területen, amit a cigaretta iparban szerzett meg és versenyelőnyt élvez az új piacon.) Ez a felfogás magában foglalja a társaság jelenlegi menedzseri kapacitásából a ki nem használt képességek hasznosítását, vagy az ún. *economies of scale* kihasználásának lehetőségét. Ebben az anyagban a **szinergia hatás lehetőség arra, hogy egy vállalati rész bizonyos tulajdonságát vagy képességét haszonnal kecsegtető módon kihasználja a vállalat egészének (vagy egy másik vállalat) célkitűzésének követéséből.** A szinergia hatás olyan értékelési nagyságnak tekintjük, **amit kizárólag a vállalat egészének viszonylatában és csak egy bizonyos stratégiára vonatkoztatva határozhatunk meg.** A szinergia hatás **teljesítmény- vagy pénzügygazdasági természetű** és vállalat összes funkciójánál jelentkezhet.

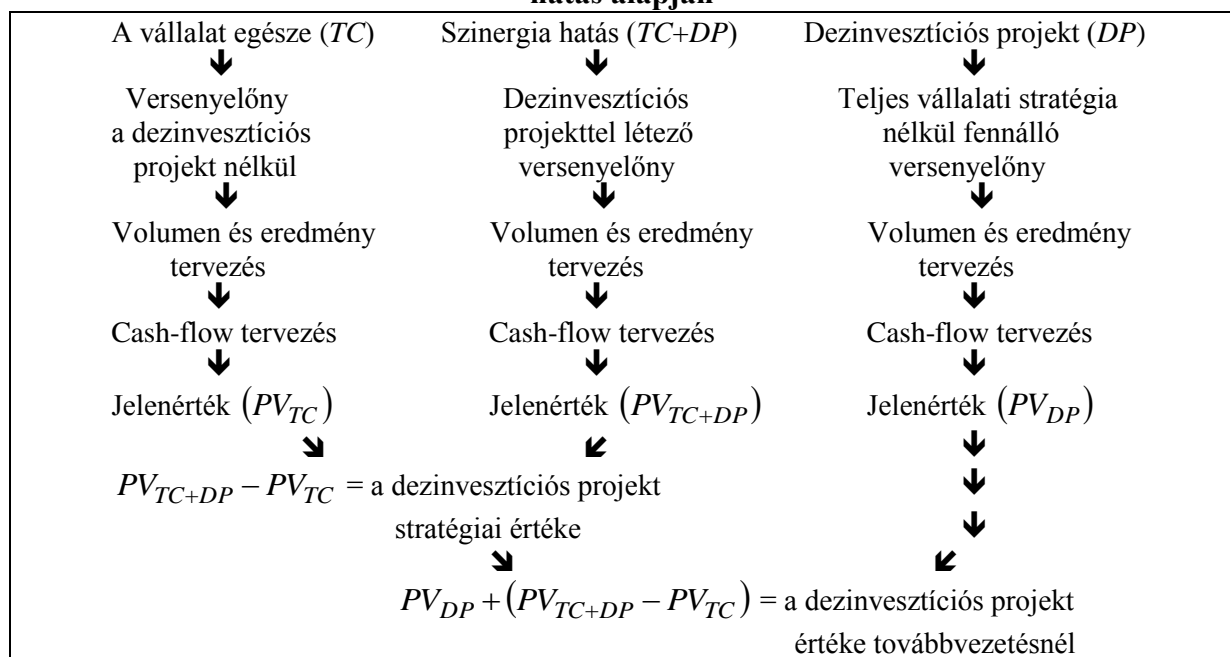
A stratégiai értékmeghatározás keretében azokat versenyelőnyöket becsülhetjük, amelyek a teljes vállalat számára megmaradnak annak ellenére, hogy a vállalat egy részéből a tőkét kivonták. Ezzel szembeállíthatók a tőkekivonás végrehajtása előtt létező teljes vállalati versenyelőnyök. Például egy projekt piaci részesedése 25%-os, a tőkekivonás után már csak 20%-os. Ezen két értéket átalakítjuk úgy, hogy a 25%-os piaci részesedés 12 millió HUF, míg a 20%-os piaci részesedés 8 millió HUF éves többlet pénzáramnak felel meg. Ebből meghatározhatjuk a 120 millió HUF és a 80 millió HUF jelenértéket meghatározatlan időtartamot és 10%-os kalkulatív kamatrátát feltételezve. A jelenértékek különbsége 40 millió HUF, ami éppen a dezinvestíciós projekt stratégiai értéke a "piaci részesedés" versenyelőny vonatkozásában.

A **6-11. ábra** szemlélteti egy dezinvestíciós projekt stratégiai értéke meghatározásának egyes lépéseit a szinergia hatás figyelembevételével. Az ábra szerint közölt eljárást megismételhetjük az összes versenyelőnyre. Az egyes jelenértékek összege adja meg egy vállalati rész stratégiai értékét arra az esetre, hogy ha a stratégia végrehajtása leválasztható és ismert azon pénzáram nagysága, amely a dezinvestíciós projekthez kapcsolódik a teljes vállalati stratégia követésénél.

A **6-11. ábra** kitér a dezinvestíciós projekt tovább vezetésének esetére is. Ehhez a dezinvestíciós projekt tovább vezetésénél fennálló versenyelőnyöket vesszük számításba a teljes vállalati stratégiánál jelentkező versenyelőnyök nélkül, majd pedig pénzárammá konvertáljuk. Az összes versenyelőnynél számított jelenértékek összege adja meg a dezinvestíciós projekt értékét továbbvezetésnél a stratégiai aspektus figyelembe vétele nélkül. A dezinvestícióra "jelöltek" stratégiai értékével együtt ( $PV_{TC+DP} - PV_{TC}$ ) adódik a projekt értéke továbbvezetésnél. Ezt összehasonlíthatjuk az optimális értékesítési vagy megszüntetési alternatíva értékével.

Ezekkel a megfontolásokkal egy vállalati rész stratégiai értékének meghatározásához azokat a szinergia hatásokat értékelhetjük, amelyek a vállalati rész és a maradék vállalat között fellépő együttes hatásból erednek. A vállalatok felvásárlásánál a szinergia hatások értékelésénél gyakran jelentkező probléma az, hogy a vevő a vételre kiszemelt vállalatot egységeiben nem ismeri és ezáltal a potenciális szinergia hatások csak durván becsülhetők. Ez a probléma nem merül fel a dezinvestíciós döntéseknél, mivel itt két, pillanatnyilag összezárt részt egymástól elválasztva szemlélünk. A (negatív) hatásokat, amelyek az elválasztásból adódnak, a bizonytalan jövőbeni pénzáramokban tükröződnek.

**6-11. ábra: Egy vállalati rész stratégiai értéke meghatározásának lépései a szinergia hatás alapján**



Forrás: Saját szerkesztés

Más oldalról lehetséges és ésszerű is a dezinvestíciós projekt funkcióit egy másik vállalati részbe áthelyezni. Ez egy létező vállalat kiépítését, bővítését vagy egy adott vállalat termelési potenciáljának változását, vagy egy új beruházást, vagy pedig egy új vállalat megvásárlását jelentheti. Az áthelyezés és a kiépítés költségei ahhoz szükségesek, hogy az új projekttel a dezinvestíciós projekttel azonos potenciálok és képességeket is biztosítani tudják.

A potenciális szinergia hatások meghatározásához különböző módszereket és eljárásokat fejlesztettek ki. Különösen érdekesek Ansoff (1966) és Lewis (1984) munkái. Ennek a két koncepciónak a célja elsősorban a vevő cég és a felvásárlás tárgyát képező (cél)társaság között a potenciális szinergia hatásokat értékelni. Ebben a munkában a ténylegesen létező szinergia hatásokat szeretnénk kiszűrni, kimutatni. Ebből a célból elővesszük McKinsey *Business System Conception*-jét (Gluck 1980, 22-33 és Buaron 1981, 24-40). Ehhez egy termék gyártásának

folyamatát az értékesítéssel bezárólag felosztjuk azokra a funkciókra, amelyeken keresztül a termék végighalad a vállalatban belül. Az egyes funkciókon belül – a dezinvestíciós megfontolások keretében – azokat a szinergia hatásokat keressük, amelyek a dezinvestíciós projekt és a vállalat többi része között keletkeznek. A **6-12. ábra** egy tipikus gyártási folyamatot ábrázol egy termelő vállalat esetében, ahol a dezinvestíciós megfontolások végrehajthatók. A bemutatott funkcionális felosztást nem tekinthetjük általános érvényűnek, mivel üzletágról üzletágra és egy üzletágon belül is vállalatonként eltérhet. Ennek a koncepciónak a háttérében az áll, hogy a stratégiai versenyelőnyök gyakran azon alapulnak, ahogyan egy vállalat bizonyos vállalatgazdasági funkciókat teljesít. A "piaci részesedés emelésének" stratégiai versenyelőnyét – ami két vállalat egyesüléséből adódik – például arra vezethetjük vissza, hogy a beszerzési területen történő együttműködéssel csekélyebbek a költségek a szállítói mennyiségi rabatt miatt. A csökkenő költségekből eredően az eladási ár is csökken, amivel szinergia hatás keletkezik. Ezen kívül a termékpaletta bővítésével a vállalat az értékesítési területen is szinergia hatásokat érhet el.

**6-12. ábra: A szinergia hatások elemzése a Business System Conception alapján**

<b>A vállalat egésze</b>	Igazgatás			
	K+F	Beszerzés	Termelés	Értékesítés
	↓	↓	↓	
	Szinergiák a K+F területén	Szinergiák az igazgatási területen		Szinergiák az értékesítési területen
	↓	↓		↓
<b>Dezinvestíciós projekt</b>	Igazgatás			
	K+F	Beszerzés	Termelés	Értékesítés
	↓	↓		↓
<b>Lehetséges funkcionális változók</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Termék/gyártás fejlesztés</li> <li>• Szabadalom</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Beszerzés volumen és forrás</li> <li>• Készletek</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kapacitás kihasználás</li> <li>• Automatizáltság foka</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reklám</li> <li>• Csatornák</li> <li>• Készletezés</li> <li>• Szállítás</li> <li>• Vevőszolg.</li> <li>• Piac</li> </ul>

*Forrás: Saját szerkesztés*

Tehát azokat a szinergia hatásokat kell felfedeznünk a dezinvestíciós alternatívák értékelésénél, amelyek az egyes funkcionális területeken a dezinvestíciós projekt és a vállalat többi része között keletkeznek. A tisztánlátás érdekében különbséget teszünk a teljesítmény- és pénzügygazdasági szinergia hatások között.

• **A teljesítmény-gazdasági szinergia hatások**

Keletkezhetnek szinergia hatások a **K+F területen**. A vállalati egyesülés esetén szinergia hatások azért lépnek fel, mert a kifejlesztett technológiát egyaránt használhatják az egyesült cég üzlet egységeiben. Tehát a vállalat *know-how*-ja az egyes részekben egymás komplementereként alkalmazhatják. A dezinvestíciós döntésnél azt kell vizsgálnunk, hogy vajon a döntés tárgyául szolgáló vállalati résznek saját K+F részlege van-e, ha igen, akkor vajon ennek a részlegnek a tevékenysége a többi vállalati terület fejlesztéséhez is alkalmazhatók. Amennyiben a többi vállalati rész is használja a dezinvestíciós projekt K+F berendezéseit, úgy azt kell elemeznünk, hogy vajon leépíthető a többi vállalati rész költsége a dezinvestíciós projekttel vagy annak egyes részeivel. Ha nem ez az eset áll fenn, akkor a tőke kivonás után a többi vállalati területet terhelő pénzáramot hozzáadjuk a dezinvestíció addig kalkulált pénzáramához. Például a dezinvestíciós projekt éves pénzárama 1 millió HUF, a tőke kivonás

után a pénzáram 900 000 HUF összegre csökken, ezért 100 ezer HUF a dezinvestíciós alternatívát terheli.

A szinergia hatások felmerülhetnek a **beszerzési területen** is. Ez akkor jelentkezhet, ha több üzleti egység használ azonos input tényezőket. Ebből két lehetséges előny is származhat. Az egyik előny az, hogy rendelési volumenek összegzésével az egyesült cég a szállítókkal történő tárgyaláskor sokkal jobb pozícióba juthat. Mennyiségi rabattot, árengedményt kaphat, a szállítók külön vagy kiegészítő szolgáltatást és minőségi garanciákat ígérnek. A másik előny az, hogy csökkenthetők a beszerzés mellékköltségei az együttes beszerzés által. Az együttes készletigazgatás miatt megtakarítás érhető el. A dezinvestíciós döntés kapcsán a többi vállalati részt pótlólagosan terhelő költségeit a csökkentett rendelési volumen alapján kell számszerűsíteni. A beszerzési módban egy újabb szinergia hatás akkor jelentkezhet, ha a dezinvestíciós projekt a vállalat vertikális "hátrafelé" integrációját szolgálja. A beszerzési kockázat azáltal mérsékelhető, hogy a készlettartás csökkenthető a bevétel kiesés veszélyének vagy az üresjárat költségének növelése nélkül. Az értékelésnél ezt a szempontot is figyelembe kell venni.

Számos szinergia hatás jelentkezhet a **termelési területen**. A **horizontális egyesülésnél** költségcsökkentés lehetséges a specializálódásból eredően. A kapacitás kihasználtságban vagy megterhelésben a keresleti ingadozások belső kiegyenlítésével és a részkapacitások egyenletes kihasználásával mérsékelhetők a költségek. A növekvő sorozatnagyságon alapul a termékenkénti fix költség csökkentése. Ugyanakkor a nagyobb *output* miatt bevonhatók technikailag és gazdaságilag hatékonyabb speciális gépek és berendezések. A munkahelyek szervezésében is költségmegtakarítás érhető el. A **vertikális egyesülésnél** szinergia hatás úgy érhető el, ha összehangolhatók egymással az egyes termelési lépcsők. A **konglomerátumszerű egyesülésnél** csak akkor merülhetnek fel szinergia hatások a termelési területen, ha az egyes termékek számára együttes termelési fok létezik. A dezinvestíciónál a "hátrafelé" történő egyesülési hatásokat tudjuk értékelni. Tehát a horizontális egyesülésnél megvizsgálhatjuk azt, hogy mekkora költség-degresszióval számolhatunk a dezintegrációval szemben. A leépülő termelési potenciálok megmaradó pénzárama – a csökkentett termelés alapján – a dezinvestíciós projektet fogja terheli. Például a teljes vállalat termel egyfajta termékből 10 ezer darabot, amelyből eddig a dezinvestíciós projekt 3 000 darabot állított elő. A termeléshez 5 darab gépre volt szükség, gépenként 2 000 darabos évenkénti kapacitással. Az éves fix költség 200 000 HUF/gép, a változó darabköltség 200 HUF. A tőke kivonás előtt a teljes darabköltség 300 HUF. A tőke kivonás után egy gépet leszerelnek, s a darabköltség 314 HUFra  $\left(\frac{4 \times 200\,000 + 7\,000 \times 200}{7\,000}\right)$  emelkedik. A különbség 98 000 (=14 × 7 000) HUF, ami a dezinvestíciós projektet terheli.

Az **értékesítési területen** is szinergia hatások léphetnek fel számos tevékenységnél: reklám, promóció, árpolitika, marketing szervezet felállítása, értékesítési csatornák, megbízói lebonyolítás, vevőszolgálat. Különösen a reklám területén érhetünk el költségcsökkentést. Ez főként azon egyesületeknél érvényesíthető, ahol az egyes szervezeti egységek gyártási és értékesítési módja rokonságban áll egymással. Egyébként szinergia hatás a reklámnál csak úgy érhető el, ha a reklám üzenetek több különböző termékre vonatkoznak. További szinergia hatások elérhetők például akkor, ha a komplementer termékeket együttesen, egy csomagban olyan magas áron értékesítik, mint az egymástól független értékesítésnél. A beszerzési és termelési területhez hasonló költség-degressziós hatásokat érhetünk el a marketing és értékesítési szervezet együttes használatával a megbízói lebonyolításon és a vevőszolgálaton keresztül. A dezinvestíciós döntéssel kapcsolatos számítás hasonló módon történik, mint a beszerzési és termelési területen. A többi területet terhelő pénzáramot a tőke kivonás után hozzá kell adnunk a megszüntetési vagy értékesítési alternatívák pénzáramához.



Az **igazgatási területen** is átfogó szinergia hatások merülhetnek fel: általános vállalati vezetésnél, tervezésnél, személyügyben, számvitelben, jogi ügyekben. Egyesülésnél pozitív szinergia hatások keletkezhetnek a specializálódás és az igazgatási részlegek jobb kihasználása miatt. Negatív szinergia hatások is jelentkezhetnek az egyesüleből származó pótlólagos koordinációs és ellenőrzési költségek felmerülése miatt. A többi területet terhelő igazgatási költségeket pénzáramként a tőkekivonás után hozzá kell számolnunk a megszüntetési vagy értékesítési alternatívák pénzáramához.

- **A pénzügyi-gazdasági szinergia hatások**

A vállalati egyesüléssel pénzügy-gazdasági szinergia hatások keletkeznek az alacsonyabb tőkelekötési idő miatt; a nagyobb adósságkapacitás, adósságviselő képesség miatt; a kisebb megterheléssel járó idegentőke költség miatt. A kérdés most az, hogy vajon miképpen alakulnak az említett hatások egy vállalati rész dezinvestíciója következtében, és ezek vajon hogyan befolyásolják egy alternatíva gazdaságosságát.

Az alacsonyabb tőkelekötési időtartamot azzal indokolhatjuk meg, hogy az a pénzügyi forrás, amelyet az egyesülésben felszabadíthatunk, a legsürgősebben jelentkező igény helyén újra bevonhatjuk. Minél nagyobbak a pénzügyi szövetségre lépő és egyesülő vállalatok, annál inkább adódnak a forráskiegyenlítési lehetőségek. A tőkekivonással kapcsolatban az alábbi **két hatással** kell számolnunk:

1. A dezinvestíció előtt, a vállalati részben elmarad a forrás felszabadítása.

2. A dezinvestíció előtt hiányzik a vállalati részhez szükséges forrás.

Abban az esetben, ha a dezinvestíciós projektből több forrást szabadítottunk fel a tőkekivonás előtt, mint ami szükséges lett volna, akkor a tőkekivonás után, változatlan tőkeigénynél, pótlólagos idegen forrást vonhatunk be vagy kevesebb forrást kell elvonnunk más projektektől. A tőkeérték kritériumon alapuló dezinvestíciós számításnál figyelembe kell vennünk a pótlólagos idegen tőke bevonás költségeit, illetve más felhasználási lehetőségek *opportunity cost*-ját. Ez érvényes a fordított esetre is. A pótlólagos pénzügyi forrásigényt vagy többletet a tőkekivonás után a dezinvestícióból származó közvetlen pénzáramnál is figyelembe vesszük. A vállalatok egyesülésével gyakran emelkedik a hitelfinanszírozási potenciál, vagyis az adósságviselő képesség, mivel növekszik a biztonság az idegenforrás juttató számára. Ellenben a tőkekivonással elmarad, "eltűnik" a lehetséges biztonság egy része, amellyel a vállalat egészének adósságviselő képessége csökken. Csökkenni fog a pénzügyi forrásigény is, mivel a teljes vállalat egy vállalati résszel kisebb lesz.

A vállalati egyesülés alacsonyabb tőkeköltség mellett szerezhet hitelt, mert az egyesülés révén a vállalat nagyobb hitelvolumennel erősebb tárgyalófélnek bizonyul a hitelnyújtóval szemben, ezáltal pedig csekélyebb kamatfizetést ér el. E mellett a hitelnyújtó finanszírozási kockázata is mérséklődik, mivel az egyesülés révén a vállalat átfogó kockázata mérséklődik. Ezen megfontolás alapja az, hogy a vállalatok a kockázatmegosztás azon stratégiáját követik, hogy a vállalati portfóliót diverzifikálják. A portfólió diverzifikáláson alapuló kockázatmegosztás gondolata visszakanyarodik a tőkebefektetési megfontolásokra épülő portfólió teóriákhoz. Az ismert Markowitz-féle matematikai bizonyítékok szerint a kockázatos értékpapírok kombinációjával – amelyek megtérülései nem pozitívan korrelálnak egymással – a portfólió teljes kockázata kisebb az egyes értékpapír átlagos kockázatához képest. Ezt a megfontolást a vállalatra alkalmazva azt jelenti, hogy egy diverzifikált vállalat az éves nyereséget kisebb kockázattal vagy adott kockázat mellett nagyobb nyereséget, és ezzel hosszabb távon nagyobb jövedelmezőséget érhet el egy kisebb mértékben diverzifikált vállalathoz képest – azonos tőkefelhozatal mellett. A vállalat az alacsonyabb kockázat vagy a magasabb jövedelmezőség miatt alacsonyabb idegentőke költségre számíthat. Ez a hatás a tőkekivonásnál "fordítva, visszafelé" úgy hangzik, hogy mivel a diverzifikálási fok csekélyebb, ezáltal emelkedik a kockázat és az idegen tőke költsége. Ezt a kijelentést felül kellene vizsgálni, mert ha egy vállalatból az alacsony jövedelmezőség miatt vonják ki a tőkét, akkor azt gyaníthatjuk, hogy

éppen a tőkekivonás inkább csökkenti, mint növeli a kockázatot, vagyis nem várhatjuk az idegen tőke költségének növekedését.

Eddig a tőkekivonással kapcsolatos három lehetséges pénzügy-gazdasági szinergia hatást izoláltan szemléltük. A valóságban, egy tőkekivonás hatásainak becslésénél, mindhárom hatást figyelembe kell vennünk. Így vizsgálhatjuk azt, hogy a tőkekivonással a tőkeköltség emelkedik, csökken vagy változatlan marad a vállalat egésze szempontjából. A mindenkori összhatást beszámítjuk az adott dezinvestíciós alternatíva pénzáramának kalkulálásánál.

#### **- A stratégiai érték meghatározása nem leválasztható stratégiánál**

A "nem leválasztható" stratégia azt jelenti, hogy legalább még egy további vállalatot hozzá kell vásárolni vagy fel kell építeni a meglévőhöz, mielőtt a stratégia sikerhez vezet. Ellentétben a "leválasztható" stratégiával, itt abban jelentkezik a probléma, hogy a jövőbeni helyzet alakulása ismeretlen és ennek megfelelően az érték-releváns szempontokat nehezen vagy csak nagy nehézség árán tudjuk megbecsülni. A szinergia hatások közül csak azokat tudjuk számszerűsíteni, amelyek az eddigi vállalati stratégia követése mellett a meglévő és újabb vállalati részekkel keletkeznek. Emiatt a dezinvestíciós projekt stratégiai értékét nem tudjuk teljeskörűen meghatározni. Itt elgondolkodhatunk azon is, hogy vajon megfelelőbb lenne egy másik értékelési eljárás alkalmazása a dezinvestíciós projekt stratégiai értékének meghatározásához. A kérdés az, hogy milyen legyen egy alternatív értékelési koncepció.

A következő megfontolások alapja az, hogy a vállalat vezetése a stratégia követésére törekszik, mivel a menedzsment meg van győződve a stratégia hozamtermelő képességéről a végrehajtás során. Ez az előfeltevés **két választható nézőpontot** jelent:

**1.** A dezinvestíciós projekt feltétlenül szükséges a stratégia követéséhez. A vállalati vezetés meggyőződése az, hogy nincsen más esetlegesen felvásárolható vagy kiépíthető vállalati rész, amely a dezinvestíciós projekt feladatát a stratégia végrehajtásánál vállalati szempontból gazdaságilag kedvezőbben teljesítené. Ezt az esetet ezen a helyen kizárjuk.

**2.** A vállalat vezetése kételkedik abban, hogy a dezinvestíciós projekt feladatát a stratégia végrehajtásánál vállalati szempontból gazdaságilag a legkedvezőbben valósítja meg. Vajon létezik egy kedvezőbb projekt?

A fenti 2. esetre alkalmazott stratégiai érték meghatározásának egyik útja olyan alternatív projekt érték megállapítása, amely hasonló sikerpotenciált biztosít. Tehát olyan alternatív pénzáramokat tudunk becsülni, amelyek egy projekt létesítése vagy vétele esetén merülnének fel. Mindkét lehetőség azonos előfeltevéseken alapul egy kitűzött vállalati stratégia megvalósítását illetően. Ennek megfelelően meg tudjuk határozni azokat a pénzkirámlásokat, amelyek egy, a dezinvestíciós projekt hozamerejével azonos vállalati rész létesítése, alapítása kapcsán jelentkeznének. Ezeknek a pénzáramoknak a segítségével tudjuk meghatározni a dezinvestíciós projekt reprodukciós értékét. Másrészt pedig meg tudjuk állapítani egy hasonló, alternatív projekt vételének lehetséges tőkeértékét. Elvárásunk az, hogy az utóbbi két érték kisebb értéket reprezentáljon a dezinvestíciós projekt stratégiai értékéhez képest. A **6-13. ábra** rendszerezi egy projekt stratégiai értékének meghatározásához szükséges lépéseket nem leválasztható stratégia végrehajtásánál.

#### **- A stratégiai érték meghatározásának alternatív koncepciója**

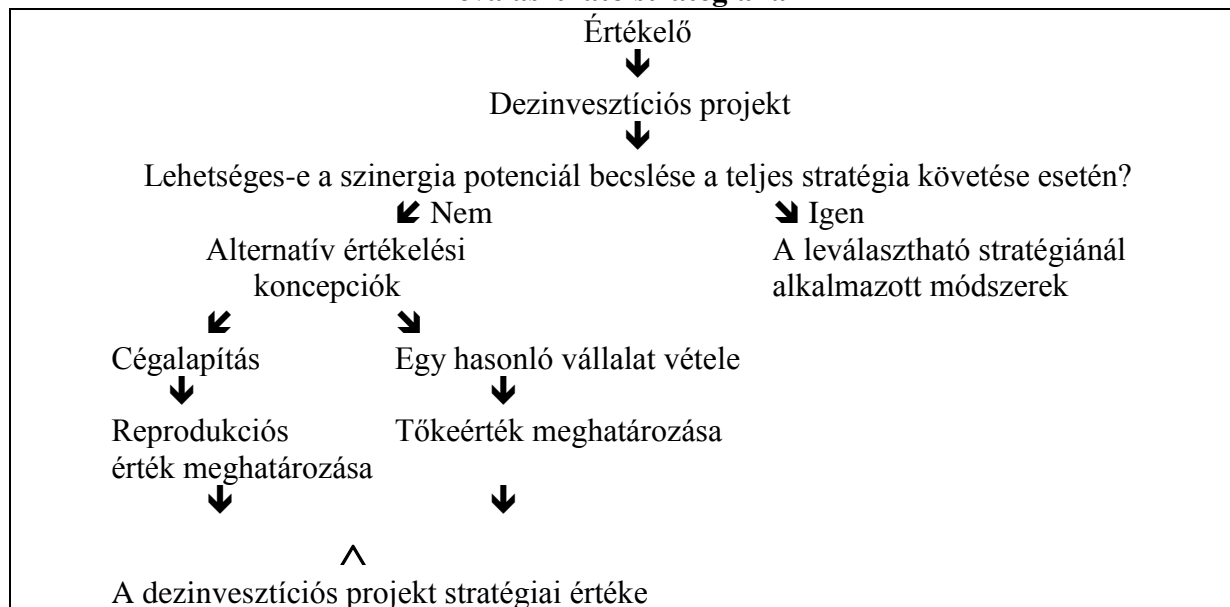
Ebben a részben tárgyaljuk a **6-13. ábrában** közreadott alternatív értékelési koncepciókat. Az egyik lehetséges értékelési mód a dezinvestíciós projekt átépítésének **reprodukciós értéke**, a másik pedig egy hasonló vállalat átvételének **tőkeértéke**.

##### **• A reprodukciós érték**

A dezinvestíciós projekt átépítésével járó pénzkirámlások becslése szolgáltatja a reprodukciós értéket. Tehát az **újra beszerzési értéken vett, a működéshez szükséges**

**materiális és immateriális vagyontárgyak összegéből levonjuk a vállalat adósságát.** A működéshez nem szükséges vagyontárgyakat értékesítési áron vesszük számításba. Ezt tekintjük reprodukciós új értéknek, ha viszont levonjuk az értékcsökkenési leírást is, akkor reprodukciós régi értéknek nevezzük. (Szűk értelemben ennek az értéknek a számításakor csak a működéshez szükséges vagyontárgyakat vesszük figyelembe.) **A reprodukciós érték képezi annak a pénzkiáramlásnak a jelenértékét, ami egy adott időtartamra, azonos teljesítményre képes vállalat létesítéséhez lenne szükséges.** Ez a teljesítmény azonos az értékelés tárgyát szolgáló vállalat teljesítményével. Itt különösen azon pénzáramokat kell tekintetbe vennünk, amelyek nélkül egy vállalat nem működhet: tőkeszerzés, alapítás, üzembe helyezés, saját vagy vásárolt találmányok, szabadalmak, licencek. **Mivel a reprodukciós érték egy adott időpontra vonatkoztatott átépítés tényleges pénzkiáramlásából határozhatjuk meg, a dezinvestíciós projekt stratégiai értékének meghatározásához csak kiindulópontnak tekinthetjük.** Azt a többletértéket, amit az egyes vállalati részek teljesítmény potenciáljainak együttes hatásaiból nyernénk, csak nehezen becsülhetjük, s ezáltal nehezen transzformálhatjuk át konkrét pénzárammá.

**6-13. ábra: Egy vállalati rész stratégiai értéke meghatározásának lépései nem leválasztható stratégiánál**



*Forrás: Saját szerkesztés*

- **A tőkeérték**

Egy vállalati rész átépítésével létrejövő új létesítmény létrehozása mellett a tőkét kivonó döntéshozó mérlegelheti egy másik vállalat vásárlását is, ami számára többnyire azonos sikerpotenciált biztosít, mint a dezinvestíciós projekt. Amennyiben egy ilyen vétel olcsóbb az átépítéshez képest, úgy a lehetséges vételár szolgáltatja a dezinvestíciós projekt stratégiai értékét. A tőkeértéket **két lépésben** határozhatjuk meg. **Először keresünk egy hasonló vételi projektet.** Ehhez a lépéshez hasonló eljárásokat használhatunk, mint amilyeneket a cselekvési alternatívák meghatározásakor a keresési fázisban. Itt kell megadnunk olyan keresési kritériumokat, amelyek a dezinvestíciós projektre orientálódnak. Például egy magyar szállító cég számára egy dezinvestíciós projekt úgy hangzana, hogy a célország Németország; a foglalkoztatottak száma 30 fő; a pillanatnyi forgalom 500 millió HUF; szállító hálózat kiépítése az összes olyan német városban, ahol a lakosok száma több, mint 500 000.

A fenti paraméterekkel kiválaszthatjuk a lehetséges vételi projekteket. Ezekben a projektekben nem ugyanolyan a tulajdonosi részesedés, mint a dezinvestíciós projektben. Tehát ekkor azonos sikerpotenciált csekélyebb részesedési hányaddal érhetünk el, de szóba jöhet egy *Joint Venture* létrehozása is. **Másodszor megbecsüljük az adott projektre vonatkoztatott vételárat.** Itt a vételi projekt jövőbeni pénzáramából számított jelenértéke orientál minket. A vásárlás mellett szóló érvelés úgy hangzik, hogy a becült jelenérték meghaladja a lehetséges vételárat. Ellenkező esetben eltekintünk ettől a projektől. A tőkeérték (*NPV = Net Present Value*) a becült jelenérték és a lehetséges vételár közötti különbség. A reprodukciós értékhez hasonlóan, a tőkeérték is vásárlásnál kiindulási pont a dezinvestíciós projekt értékének meghatározásához. Olyan vételi projekt árát becsljük meg, amellyel azonos sikerpotenciált érhetnénk el, akkor ha a dezinvestíciós projektet értékesítenénk vagy megszüntetnénk. A vételár lényegesen nehezebben becsülhető meg a reprodukciós értékhez képest, mivel itt a vételi projekt keresésének nehézségeivel is meg kell birkóznunk. Mégis ennek a módszernek az a jelentősége, hogy meghatározhatjuk a vállalati rész stratégiai értékének egy hozzávetőleges nagyságrendjét. Nem annak van jelentősége, hogy vajon a stratégiai érték 30 vagy 35 millió HUF, hanem annak, hogy körülbelül 30 millió HUF összegről és nem 60 millió HUF összegről van szó.

A dezinvestíciós döntési folyamat lezárásához meg kell hoznunk azt a döntést, hogy vajon melyik cselekvési alternatívát tekintjük optimálisnak a kiválasztott cél értelmében és melyiket valósítjuk meg. Az optimális cselekvési alternatíva kiválasztásához a közölt tőkeérték kritérium segítséget nyújt. Az optimális cselekvési alternatívát a jövőbeni többlet pénzáram jelenértékének maximuma alapján választjuk ki.

Nézzünk egy példát a jobb megértés érdekében!

Legyen az "A" vállalati rész egy potenciális dezinvestíciós projekt. Az "A" tovább vezetésénél a többlet (direkt) pénzáram jelenértéke 20 millió HUF, tőke kivonásnál (értékesítésnél vagy megszüntetésnél) 50 millió HUF. Az "A" projekt a "B" vállalati résszel együtt alkot egy stratégiát. A "B" elér – az "A"-ból történő tőke kivonás előtt – 45 millió HUF jelenértéket. Ha az "A"-ból kivonnák a tőkét, akkor a "B" jövőbeni többlet pénzáramának jelenértéke 30 millió HUF összegre csökkenne. Ennek megfelelően "A" stratégiai értéke 15 millió HUF. A vállalat egésze szempontjából az "A" továbbvezetésénél 65 millió HUF (20 millió HUF + 45 millió HUF), míg az "A"-ból történő tőke kivonással 80 millió HUF (50 millió HUF + 30 millió HUF) a jelenérték. Ebből az következik, hogy az "A"-ból a tőkét ki kellene vonni. Ha azt nézzük, hogy az "A" továbbvezetése esetén 35 millió HUF értéket – ami a 20 millió HUF direkt pénzáramból és a 15 millió HUF szinergia hatásból adódik – miközben a tőke kivonással 50 millió HUF jelenértéket kapunk, akkor a döntés ismét a tőke kivonás mellett szól. Jelentéktelen a döntésnél az, hogy a stratégiai értéket a tovább vezetési alternatívához hozzáadjuk vagy pedig a dezinvestíciós alternatívánál levonjuk. A lényeg az, hogy a stratégiai értéket nem szabad duplán figyelembe vennünk. (Mindkét módszert felhasználjuk a következőkben.)

Ezzel a végső döntéssel a dezinvestíciós döntési folyamat befejeződik. A kiválasztott cselekvési alternatíva konkrét intézkedéssé alakítható. Ezt már nem tekintjük ennek a munkának a tárgyának. A következőkben esetelemzéssel illusztráljuk az eddig közreadott elméleti levezetéseket, fejtegetéseket.

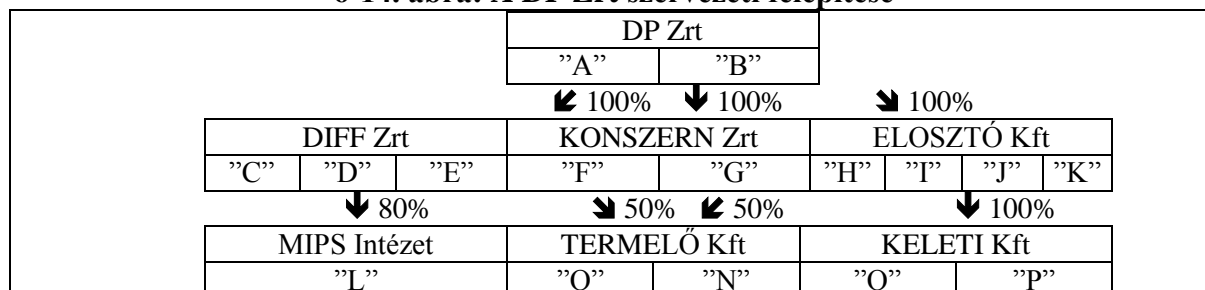
#### 6.1.11. Egy vállalati tőke kivonás mérlegelése

Ennek az esetelemzésnek a célja: **Egy divizionális szervezeti formában működő multinacionális cég tőke kivonási döntését elemezni** a végérvényes döntéssel bezárólag úgy, ahogyan javasoltuk a 6.1.4.-6.1.10. fejezetekben.

## ■ Bevezetés: a választott cég bemutatása

A megfontolások kiindulópontja a DP Zrt esete 3 jogilag önálló leányvállalattal (avagy fiókteleppel). A társaság vezérigazgatója, a tulajdonosok döntésével egybehangzóan, 16 üzleti területet "A"-tól "P"-ig hozott létre, amit többségi részesedésű profit centerekre szerveztek és azokat saját eredményük alapján ítélték meg. A **6-14. ábra** mutatja az rt. szervezeti felépítését.

**6-14. ábra: A DP Zrt szervezeti felépítése**



*Forrás: Saját szerkesztés*

**A társaság célja:** a periodikus tulajdonosi pénzáram maximalizálása (alapvető cél) a likviditás biztosításával és az összes szerződéses kötelezettségek betartása (mint két mellékfeltétel). Ennek megfelelően minden üzleti területhez tartozik egy bizonyos stratégia.

A társaság **5 stratégiát** követ S1-től S5-ig (**6-29. táblázat**).

**S1:** "A", "C", "D", "E" és "G" egymástól független üzleti területek, diverzifikálásra töreksenek. Az igazgatási terület kivételével nem vesznek igénybe közösen vállalati funkciókat.

**S2:** "B", "F", "M" és "N" üzleti területek "az egy termékre történő koncentráció" stratégiáját követik. Ehhez a társaságban léteznek a termelés valamennyi lépcsője a végső fogyasztóhoz történő termék elosztásával bezárólag. Az "N" üzleti terület produkálja azokat a félkész terméket, amelyet az "F" és az "M" termelési eszközeivel végtermékké alakítják, és amelyet a "B" eljuttat a végső fogyasztókhoz.

**S3:** "H", "I", "J", "K" és "M" üzleti területek átfogó költségcsökkentő stratégiát követnek. Ehhez megalapították az ELOSZTÓ Kft-t, amely elosztja a gazdaságilag önálló "H", "I", "J" és "K" üzleti területek termékeit, elsősorban Európa országaiba. Az "M" termelési terület a növekvő értékesítés alapján hatékony nagyság kiépítésére törekszik költségcsökkentéssel.

**S4:** "N", "O" és "P" üzleti területek új értékesítési piacot foglal magában Kelet-Európában. Ehhez megalapították a KELETI Kft-t, amelynél a "P" egy termelési telephely Magyarország keleti részén, miközben az "O" üzleti terület az ott termelt terméket Kelet-Európába szállítja. Ez a két üzleti területet az "N" támogatja, amely az egyes félkész termékeket és a szükséges know-how-t biztosítja.

**S5:** technológiai csúcspozíciót akar elérni a mikroprocesszorok területén. Ehhez megszerezte a MIPS Intézet többségi tulajdoni hányadát, amely eddig az új termék számára volt az ötletadó, de saját eszközei nincsenek. Ezeket és a pótlólagos elosztási utakat ki kellene építeni.

**6-29. táblázat: A stratégiák áttekintése**

Stratégia	Üzleti terület	A stratégia tartalma
<b>S1</b>	"A", "C", "D", "E", "G"	Diverzifikálás
<b>S2</b>	"B", "F", "M", "N"	Koncentráció a súlypontra
<b>S3</b>	"H", "I", "J", "K", "M"	Költségvető
<b>S4</b>	"N", "O", "P"	Kelet-Európa piaca
<b>S5</b>	"L"	Mikroprocesszor

*Forrás: Saját szerkesztés*

### ■ A dezinvestíciós projekt felismerése

A tőkekivonást kezdeményező-kiváltó 1. fázisban ki kell nyomoznunk a 16 üzleti terület közül a lehetséges dezinvestíciós projektet. Ehhez meg kell határoznunk az üzleti területek számára a lehetséges "siker-mutatós számokat". A **6-30. táblázat (2)** oszlopa a közölt megfontolások alapján az egyes üzleti területekre számított megkövetelt megtérülési rátákat, míg a **(3)** oszlopa a várható megtérülési rátákat mutatja. A várható és a megkövetelt megtérülési ráták közötti összehasonlítás alapján az üzleti területeket besoroljuk "a pénzügyi ösztönzés a továbbvezetéshez" vonatkozásában pozitív (++) , inkább pozitív (+), indifferens (o), inkább negatív (-) és negatív (- -) kategóriákba. A pozitív (negatív) besorolás akkor történik, ha a várható megtérülési ráta több, mint 4%-kal meghaladja (nem éri el) a megkövetelt megtérülési rátát. Az "indifferens" kategória akkor kerül előtérbe, ha a várható megtérülési ráta még 1%-kal sem tér el a megkövetelt megtérülési rátától. A köztes területek az "inkább pozitív", illetve "inkább negatív" jelzőt kapják. A **6-30. táblázat** közli az üzleti területek megfelelő besorolását.

**6-30. táblázat: Áttekintés a DP Zrt üzleti területeinek pénzügyi és stratégiai jelentőségéről**

Üzleti terület (1)	Megkövetelt megtérülési ráta (%) <i>R</i> (2)	Várható megtérülési ráta (%) <i>(E)R</i> (3)	Pénzügyi jelentőség (4)	Stratégiai jelentőség (5)	Tőkekivonásra ítélt? Nem = N Igen = I (6)
"A"	6	8	+	o	N
"B"	14	29	++	o	N
"C"	12	18	++	-	N
"D"	11	20	++	-	N
"E"	10	9	o	--	I
"F"	10	11	o	++	N
"G"	9	11	+	+	N
"H"	10	13	+	+	N
"I"	8	8	o	+	N
"J"	9	11	+	+	N
"K"	11	12	o	+	N
"L"	8	-2	--	+	I
"M"	6	-4	--	+	I
"N"	13	10	-	++	N
"O"	10	7	-	o	I
"P"	9	10	o	+	N

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

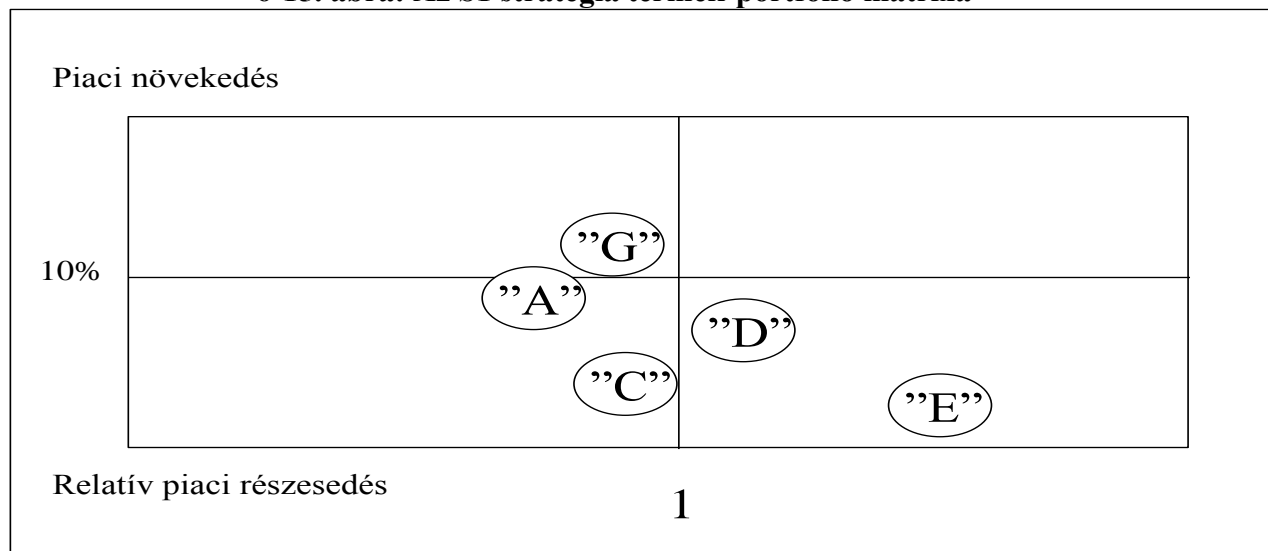
Meg kell határoznunk az egyes üzleti területek stratégiai jelentőségét is. Itt a besorolás kvalitatív kritérium segítségével történik. Mivel az S1 stratégiánál diverzifikálásról van szó és az üzleti területek egymással egyáltalán nem mutatnak szinergia hatást, a stratégiai jelentőséget a termék-portfólió mátrix segítségével határozzuk meg. A **6-31. táblázat** mutatja azokat a szükséges adatokat – a relatív piaci részesedést, a piaci növekedést és a forgalmat – amelyeket a **6-15. ábrában** a termék-portfólió mátrix ábrázol az "A", "C", "D", "E" és "G" üzleti területekre.

**6-31. táblázat: Adatok a DP Zrt S1 stratégiájához**

Üzleti terület	Piaci növekedés (%)	Relatív piaci részesedés	Forgalom (millió HUF)
"A"	9	1,6	35
"C"	5	1,1	39
"D"	6	0,9	28
"E"	2	0,3	40
"G"	11	1,1	43

Forrás: Saját szerkesztés

**6-15. ábra: Az S1 stratégia termék-portfolió mátrixa**



Forrás: Saját szerkesztés

A DP Zrt tervezési részlege a termék-portfolió mátrix alapján arra a következtetésre jutott, hogy a "G" stratégia jelentősége inkább magas (+), az "A" stratégia indifferens (o), a "C" és "D" inkább csekély (-) és az "E" stratégia nagyon kis mértékű (- -).

Az S2 stratégiánál az üzleti területek besorolását a teljes stratégiával összefüggésben határozhatjuk meg. Az "N" üzleti terület, mint félkész termék előállító, stratégiai jelentőségét nagyra becsüljük (++), sőt az "N" az S4 stratégiánál is jelentős. Azonosan érvényes ez az "F"-re is. Az "M" üzleti területtel kapcsolatban a vállalat vezetése bizonytalan a tekintetben, hogy vajon nem lenne jobb az "M" termelését áthelyezni az "F"-hez. Ebből eredően az "M" stratégiai jelentőségét inkább pozitívan (+) értékeljük. Az S2 stratégia esetén a "B" elosztó egység jelentőségét indifferensnek (o) tekintjük. Esetlegesen egy másik elosztó szervezet a "B" feladatait átvállalhatná.

Mindez másként néz ki a "H", "I", "J" és "K" elosztó egységeknél az S3 stratégiánál. Mivel ezek egyenként is jelentős regionális piacokat szolgálnak, stratégiai jelentőségük inkább magas (+). Ugyanígy a termelési telephely Magyarország keleti részében ("P" üzleti terület) stratégiaiilag jelentős. Az elosztás egy másik szervezettel, az "O"-val is végrehajtható (indifferens stratégiai jelentőségű), Az S5 stratégia esetén ("L" üzleti terület) nem leválasztható stratégiáról van szó. Az "L" stratégiai jelentőségének értékelése az opciós ár-teória segítségével történik. Ennek alapján az "L" stratégiai jelentősége inkább magas (+), mivel a további opcióval-gyakorlás számára a futamidő nagyon hosszú és a MIPS Intézet arra egyedül jogosult a jelen időpontban. A **6-30. táblázat (5)** oszlopa mutatja a stratégiai elemzés eredményét.

Miután meghatároztuk minden egyes üzleti terület pénzügyi és stratégiai jelentőségét, szimultán szemléljük a tőkekivonást kezdeményező-kiváltó fázis zárásánál az üzleti területek pénzügyi és stratégiai jelentőségét. A **6-32. táblázat** szemlélteti a DP Zrt pénzügyi és stratégiai

kritériumok egyesítésének mátrixát. Ennek a mátrixnak az alapján az "E", "L", "M" és "O" üzleti területek tőkekivonásra "hajlamosak". Ezekre az üzleti területek számára további dezinvestíciós megfontolásokat hajtunk végre.

**6-32. táblázat: A DP Zrt pénzügyi és a stratégiai kritériumok egyesítésének mátrixa**

STRATÉGIAI JELENTŐSÉG						
Megnevezés		nagyon csekély	inkább csekély	indiff.	inkább magas	magas
<b>PÉNZÜGYI ÖSZTÖNZÉS A TOVÁBB- VEZETÉSHEZ</b>	<b>negatív</b> $E(R) < R$				"L", "M" (!)	
	<b>inkább negatív</b>			"O" (!)	"D"	"N"
	<b>indifferens</b>	"E"(!)			"J", "K", "P",	"F"
	<b>inkább pozitív</b>			"A"	"G", "H", "I"	
	<b>pozitív</b> $E(R) > R$		"C", "D"	"B"		

*Forrás: Saját szerkesztés*

#### ■ A megoldási alternatívák és értékelése

**"E" dezinvestíciós projekt – nagyon csekély stratégiai jelentőséget** mutat a vállalat egésze számára. A pillanatnyi pénzügyi helyzet csak megfelelőnek mondható, mivel a tervezett megtérülési ráta jelentéktelen, s az a megkövetelt megtérülési ráta alatt van. Ennek megfelelően olyan megoldási alternatívák után kell nézni, amelyek emelik az "E" stratégiai jelentőségét úgy, hogy azok a vállalat egésze számára megfelelőnek tűnjenek. Továbbá az éves többlet pénzáram nagyságát is növelni kell. Ennek az intézkedésének a végrehajtásához maximum 10 millió HUF pénzügyi keret áll rendelkezésre 2 éves időtartamra. A **továbbvezetési alternatívák** keresésénél azt feltételezzük, hogy nem lehetséges az "E" stratégiai jelentőségét a vállalat egésze számára döntő mértékben javítani. Az átstrukturáló intézkedésekkel az éves pénzáramot növelhetik akkor, ha 5 millió HUF összeget investálnak. Ha a teljes üzleti területet **értékesítik**, akkor még el kell adni az "E" teljes teljesítmény-előállító programját. Ezen kívül az "E" **megszüntetése** is lehetséges. Ehhez az összes dologi termelési potenciált meg kell szüntetni és a belső továbbfelhasználás hiányában értékesíteni kell. 850 munkavállalóból ötszázat el kell bocsátani, kétszázat 40 éves munkaviszony miatt nyugállományba lehet helyezni és százötvenet át kell helyezni a cégen belül. Az "E" teljesítmény-előállító programját teljesen fel kell adni. A **6-33. táblázat** közreadja azokat a pénzáramokat, amelyek ezen alternatívákból származnak.

**6-33. táblázat: Az "E" üzleti terület megszüntetési alternatívái (millió HUF)**

Megnevezés	$t = 0$ a döntés éve	1. tervév	2. tervév
Értékesítés nettó árbevétele	60,0	40,0	30,0
Szociális terv	- 7,0	- 7,0	
Nyugdíjaztatás	- 4,5	- 3,0	- 3,0
Áthelyezés	- 2,0	- 1,5	- 0,5
<b>Összesen</b>	<b>46,5</b>	<b>28,5</b>	<b>26,5</b>

*Forrás: Saját szerkesztés*

Ezek után meghatározhatjuk az "E" stratégiai értékét. Mivel "E" egy izolált üzleti egység, szinergia hatás nem jelentkezik, az igazgatási terület kivételével, a többi vállalati területtel. A DIFF ZRT igazgatási terület nem építhető le egyszerűen az "E"-ből történő tőkekivonással. A "C" és "D" üzlet egységet évente 500 000 HUF igazgatási költség terheli az "E"-ből történő tőkekivonás esetén. Ezeknek az ismereteknek és adatoknak a birtokában adódnak a **6-34. táblázat** pénzáram sorai a 3 lehetséges alternatívára, a továbbvezetésre (C), az értékesítésre (S) és a megszüntetésre (CL).



**6-34. táblázat: Az "E" üzleti terület cselekvési alternatíváinak pénzáramai (millió HUF)**

Megnevezés	$t = 0$ a döntés éve	1. tervév	2. tervév	3. tervév	PV ( $k = 10\%$ )
C = Továbbvezetni	- 5,0 12,0	- 5,0 12,0	12,0	12,0	<b>122,5</b>
S = Értékesíteni	140,0 - 0,5	- 0,5	- 0,5	- 0,5	<b>134,5</b>
CL = Megszüntetni	46,5 - 0,5	28,5 - 0,5	26,5 - 0,5	- 0,5	<b>88,8</b>

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

**"L" dezinvestíciós projekt – pénzügyi helyzetét javítani kell** a 8%-os megkövetelt megtérülési ráta mellett. A **stratégiai jelentősége megfelelő**. Nincsen saját termelő berendezése. Lehetséges egy hasonló projekt vételárát alapul venni. Mivel a stratégia végrehajtása nem választható le, az "L" stratégiai értékét nem tudjuk meghatározni a többi projekttel kapcsolatos szinergia hatás figyelembevételével. Lehetséges egy hasonló projekt vételárát alapul venni, így 70 millió HUF vételár adódna, s az 1. tervévtől évente 5 millió HUF pénzáramot lehet elérni. Ezeknek az adatoknak birtokában a **6-35. táblázatban** közölt pénzáram és jelenérték adódik.

**6-35. táblázat: Az "L" üzleti terület cselekvési alternatívái (millió HUF)**

Megnevezés	$t = 0$	1. tervév	2. tervév	3. tervév	PV ( $k = 8\%$ )
C = Továbbvezetni	6,0	6,0	6,0	6,0	<b>81,0</b>
S = Értékesíteni	100,0 - 70,0	5,0	5,0	5,0	<b>92,5</b>
CL = Megszüntetni	- 50,0 - 70,0	5,0	5,0	5,0	<b>- 57,5</b>

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

Tehát az "L" értékesítésénél és egy alternatív projekt egyidejű vételével a jelenérték 92,5 millió HUF összegre emelkedik, így az "L" értékesítése és az egyidejű "pótló beszerzés" stratégia a legkedvezőbb cselekvési alternatíva, bár a vételre szűkített szemléletnél  $- 57,5 \left( = \frac{5}{0,08} - 70 \right)$  millió HUF – negatív tőkeértéket kapunk.

**"M" dezinvestíciós projekt – továbbvezetés** átstrukturáló intézkedések végrehajtásával. Az "M" stratégiai jelentőségét az S2 és S3 stratégiánál kell figyelembe venni. A vállalat számára több cselekvési alternatíva kínálkozik. A **továbbvezetés** lehetősége az átstrukturáló intézkedések végrehajtásával realizálódhat, s ezáltal 80 millió HUF jelenérték érhető el. Továbbá figyelembe kell vennünk két vevő szándékát is.

- A B1 vevő meg akarja szerezni az összes működéshez szükséges vagyontárgyat és a működéshez nem szükséges vagyontárgyaknak kb. az 50 százalékát, s cserébe 80 millió HUF összeget fizet. A maradékot, a működéshez nem szükséges vagyontárgyat 30 millió HUF összegért értékesítené.

- A B2 vevő az összes vagyontárgy átvételéért 140 millió HUF összeget fizet. Ehhez azonban még meg kell hozni egy döntést, amely a jövőbeni teljesítmény-előállító és felhasználó programot illeti. Itt kínálkozik az S2 stratégia számára 3 lehetőség az előreteljesítés vonatkozásában. Ha "M" üzleti egységet B1 vevőnek értékesítenék, akkor B1 képes lenne arra, hogy a szükséges előreteljesítést megvalósítsa, ami a Zrt számára 20 millió HUF pénzáramlás növekedéshez vezetne. Ezen kívül az "F" üzleti egység az előreteljesítés produktumát

átvehetné. Végül pedig az S2 termékprogram feladata lehetne az, amit az "M" előregyártás során teljesít. Ezáltal viszont 30 millió HUF nagysággal visszaesne a többlet pénzáram.

Az előregyártás vonatkozásában szintén **3 alternatíva** adódik:

1. Ha a félkész terméket S2-ben B1 bevonná, akkor ez a termék S3 stratégiát is megvalósítaná. (A pótlólagos pénzkiáramlás emelkedése 30 millió HUF.)
2. A félkész termék bevonása "F"-től S3-hoz (a pótlólagos pénzkiáramlás növekedése akkor, ha "F" S2-höz is átvinné a termelést 30 millió HUF, ha nem, akkor 60 millió HUF lenne).
3. A teljes termékvonalt, amely a félkész terméket igényli (a keletkező többlet pénzáram 100 millió HUF, beleértve a likvidációs árbevételt az elosztó társaság számára).

A **6-36. táblázat** mutatja az "M" dezinvestíciós projekt számára a 11 értékesítési alternatívát. Itt meg kell különböztetni azt, hogy vajon "M" üzleti területet B1-nek vagy B2-nek értékesítik (1. sor). Ebből ered az, hogy B1-nél 110 millió HUF, a B2-nél 140 millió HUF értékesítési árbevétel szerepel (4. sor). Továbbá adódnak különbségek az S2 stratégiánál az (félkész termék) előreteljesítés vonatkozásában. Lehetséges a B1 előreteljesítés bevonása akkor, ha "M" üzleti egységet B1-nek eladnak (– 20 millió HUF) vagy a termelés áthelyezésével "F"-hez (– 50 millió HUF), vagy pedig a teljes termékvonalt kialakítása (– 30 millió HUF). Mindezek pénzügyi hatásait az 5. sorban olvashatjuk. Mindezek mellett dönteni kell az S3-nál a félkész termék vonatkozásában is. Ehhez 3 lehetőség tartozik (3. sor) úgy, hogy B1 szállítja a félkész terméket akkor, ha B1 "M" üzleti egységet megszerzi és félkész terméket S2-nél is szállít (– 30 millió HUF) vagy "F" a terméket átveszi (– 60 millió HUF), vagy pedig a teljes termékvonalt feladja (– 100 millió HUF). A pénzügyi hatásokat a 6. sorban olvashatjuk. A 11 lehetőséghez tartozó értékek összegei adják meg az alternatívák célértékét (7. sor).

**6-36. táblázat: Az "M" dezinvestíciós projekt értékesítési alternatívái (millió HUF)**

Cselekvési alternatívák											
1. Vevő	B1	B1	B1	B1	B1	B1	B1	B2	B2	B2	B2
2. S2	B1	B1	B1	"F"	"F"	DC	DC	"F"	"F"	DC	DC
3. S3	B1	"F"	DC	"F"	DC	"F"	DC	"F"	DC	"F"	DC
Pénzáram											
4. Értékesítési árbevétel	110	110	110	110	110	110	110	140	140	140	140
5. S2	– 20	– 20	– 20	– 50	– 50	– 30	– 30	– 50	– 50	– 30	– 30
6. S3	– 30	– 60	– 100	– 30	– 100	– 60	– 100	– 30	– 60	– 60	– 100
<b>7. Alternatívák értéke</b>	<b>60</b>	<b>30</b>	<b>– 10</b>	<b>30</b>	<b>– 40</b>	<b>20</b>	<b>– 20</b>	<b>60</b>	<b>30</b>	<b>50</b>	<b>10</b>

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

Figyelembe kell vennünk a **megszüntetés** esetét is. Alapvetően a lehetőség vagy

- a teljes vállalatot, vagy
- csak a termelést S2-nél, vagy
- csak a termelést S3-nál megszüntetni.

A választott alternatívák szerint "F" átveszi a termelést S2-nél és/vagy S3-nál, vagy pedig a teljes termékvonalt feladják. A megszüntetési alternatívákat a **6-37. táblázat** mutatja. Az S2-nél és S3-nál különbséget kell tenni aszerint, hogy vajon a termelést "M"-ben tovább folytatják (C) vagy a termelést "F"-hez áthelyezik ("F"), vagy pedig teljesen feladják a termelést (DC).

**6-37. táblázat: Az "M" dezinvestíciós projekt megszüntetési alternatívái (millió HUF)**

Cselekvési alternatívák								
1. S2	DC	"F"	DC	"F"	C	C	"F"	DC
2. S3	DC	DC	"F"	"F"	"F"	DC	C	C
<b>Pénzáram</b>								
3.A termelés áthelyezése		- 30	- 40	- 60	- 40		- 30	
4.A termelés feladása	- 130	- 100	- 30			- 100		- 30
5.Likvidációból pénzbeáramlás	140	70	50	10		70		50
6. Tőkefelsz. pénzkirámlás	- 30	- 15	- 10	- 3		- 15		- 10
<b>Alternatívák értéke</b>	<b>- 20</b>	<b>- 75</b>	<b>- 30</b>	<b>- 53</b>	<b>- 40</b>	<b>- 45</b>	<b>- 30</b>	<b>10</b>
Jelölések magyarázata: DC = "M" megszüntetése és a termelés feladása "F" = "M" megszüntetése és a termelés áthelyezése "F"-hez C = továbbtermelés "M"-ben								

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

A **6-37. táblázat** sorainak áttekintéséből különböző pénzügyi következményekkel számolhatunk. Az "F"-nél, a félkész termékek bevonása és az ehhez szükséges termelő berendezések kiépítése 30 millió HUF, a termelőhely áthelyezése S2-nél 30 millió HUF, S3-nál 40 millió HUF és az összes termelőhely áthelyezése 60 millió HUF pénzkirámlással jár (3. sor). Ezzel szemben a pénzbeáramlási többlet az értékesítési alternatívánál elmarad akkor, ha a termelést részben vagy teljesen feladják (4. sor). Likvidációból eredő pénzbeáramlás azon alternatíváknál merül fel, ahol a termelési telephelyeket megszüntetik és a működéshez már nem szükséges dologi potenciálokat értékesítik (5. sor). A 6. sorban a működéshez nem szükséges munkaerő elbocsátásával járó pénzkirámlás értékei szerepelnek. Tehát az 5. és a 6. sorban szereplő értékek értelmezése a következő: A teljes termelés megszüntetése 140 millió HUF pénzbeáramlással és 30 millió HUF pénzkirámlással jár; A termelés megszüntetése S3-nál 70 millió HUF pénzbeáramlással és 15 millió HUF pénzkirámlással jár; A termelés megszüntetése S2-nél 50 millió HUF pénzbeáramlással és 10 millió HUF pénzkirámlással jár; Az "M" megszüntetése és a termelési telephelyek kiépítése "F"-nél 10 millió HUF pénzbeáramlással és 3 millió HUF pénzkirámlással jár. Tehát az **értékesítési alternatíváknál** két választás azonnal optimális: 60 millió HUF nagyságot jelent a B1 vevőnek történő eladás és a félkész termékek bevonása S2-nél és S3-nál, továbbá a B2 vevő felé értékesítés az "F"-hez történő termelés teljes áthelyezésével az S2-nél és S3-nál. A **megszüntetési alternatívák** közül egyetlen alternatívának van pozitív jelenértéke, ami 10 millió HUF, mégpedig a termelő telephely megőrzése S3-nál és a termelés feladása S2-nél. Mivel **továbbvezetésnél** 80 millió HUF jelenérték érhető el, az "M" projektet továbbvezetni és működtetni érdemes. A tőkekivonást kizárjuk.

**"O" dezinvestíciós projekt** – elosztó társaság **különösen alacsony a jövedelmezősége**. A stratégiát tekintve 3 lehetőség kínálkozik. Egyrészt az S4 teljes stratégia feladható, amelyből – 5 millió HUF veszteség adódik "P"-re. Továbbá a "H" is észleli "O" feladását, amelyből 10 millió HUF pótlólagos pénzkirámlás adódik. Továbbvezetésnél 30 millió HUF érhető el. Harmadrészt pedig az "R" elosztó társaság megveszi 30 millió HUF összegért az "O"-t. Az "O" "H"-hoz történő áthelyezésével 25 millió HUF pénzáram keletkezik. A **6-38. táblázat** is mutatja azokat a jelenértékeket, amelyek az egyes megoldási alternatívák követéséből adódnak. A **továbbvezetésnél** 30 millió HUF, **értékesítésnél** 20 millió HUF és **megszüntetésnél** 5 millió HUF jelenérték adódik.

**6-38. táblázat: Az "O" dezinvestíciós projekt megoldási lehetőségei (millió HUF)**

Megnevezés	C	S+DC	S+"H"	S+"R"	CL+DC	CL+"H"	CL+"R"
1. Az S4 tovább folytatása	30		30	30		30	30
2. Az S4 feladása		-5			-5		
3. Az "O" értékesítése		20	20	20			
4. Az "O" megszüntetése					5	5	5
5. A feladat áthelyezése "H"-hoz			-10			-10	
6. Az "R" vétele				-5			-5
<b>Alternatívák értéke</b>	<b>30</b>	<b>15</b>	<b>40</b>	<b>45</b>	<b>0</b>	<b>25</b>	<b>30</b>
Jelölések magyarázata: C = továbbvezetés    DC = a teljes stratégia feladása S = értékesítés       "H" = áthelyezés "H"-hoz CL = megszüntetés    "R" = "R" vétele			Legkedvezőbb: "O" értékesítése "R" megvásárlásával				

*Forrás:* Saját számításon alapuló szerkesztés

Tehát összesen 7 alternatíva adódik. Az "O" üzleti egységet tovább lehet vezetni (C), értékesíteni (S) vagy megszüntetni (CL). Itt az a kérdés, hogy vajon az S4 stratégiát egészen feladják (DC), a feladatokat áthelyezik "H"-hoz ("H") vagy pedig "R" projektet megvásárolják ("R"). Amíg az S4 stratégiát folytatják, addig 30 millió HUF pénzbeáramlás várható (1. sor), egyébként pedig 5 millió HUF pénzkiráramlás (2. sor). Az értékesítéshez és a megszüntetéshez kapcsolódó pénzáramokat a 3. és 4. sorban olvashatjuk. Az 5. sorban az áthelyezéssel járó pénzkiráramlást, míg a 6. sorban az "R" vételével járó pénzkiráramlást terveztük meg. Az utolsó sorban azt látjuk, hogy a legkedvezőbb alternatíva az "O" értékesítése "R" megvásárlásával a 45 millió HUF nagyságú értékkel.

Ebben a fejezetben közölt dezinvestíciós döntési folyamat lefutása **lehetővé teszi** a vállalatnak a létező tervezési és elemzési eszköztárral a **tőke kivonási projekt időben történő felismerését, meghatározását és a szükséges folyamat időben történő megkezdését úgy, hogy a vállalat egésze optimálisan működhessen. A társaságon belül a dezinvestíciós folyamat-tervet éppen úgy meg kell valósítani, mint egy beruházási projektet.**

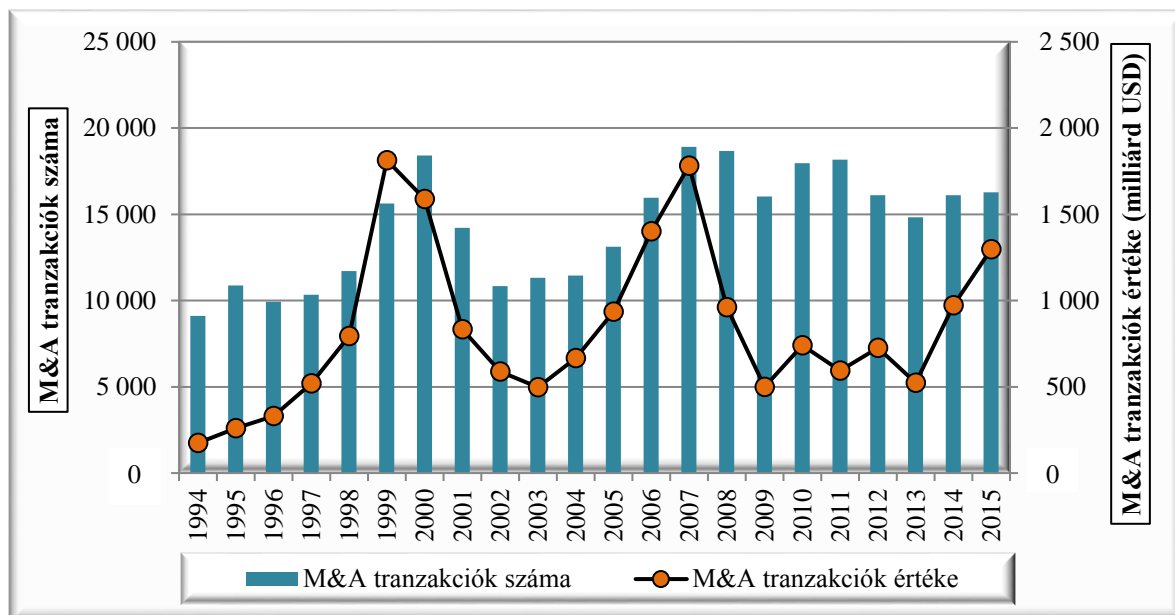
## 6.2. A vállalati M&A döntések

A napvilágra került *Corporate Finance* szakkönyvek, amelyek az M&A tranzakcióknak egy fejezetet szentelnek, általában a korábban már közölt, 3-4. ábra szerint történő csoportosítási módot közlik: a vállalati egyesüléseket és felvásárlásokat (M&A = *Mergers and Acquisitions*) a külső vállalati növekedés lehetséges útjai közé sorolják. Itt szükséges megjegyeznünk azt, hogy a **vállalati válságból a következő 3 alapvető kiút** lehetséges:

1. A vállalat **új növekedési pályára állítása**. (Ez különösen a *turnaround* válságmenedzselés feladata, amelyet részleteztünk az 5.6.2. fejezetben.)
2. A vállalat **egyesülése** egy másik vállalattal vagy **felvásárlása** egy másik vállalat által. Ilyenkor a vállalat, mint önálló jogi személy megszűnik, jogutódja a fúzió nyomán létrejött vállalat, vagy a felvásárló vállalat. Ebben a részben ezzel fogunk foglalkozni.
3. A vállalat jogutód nélkül megszűnik.

Tehát az **M&A-döntések a vállalati kríziskezelés egyik típusaként, a vállalati válságból a lehetséges kivezető utak** közé is soroljuk és az 5.6.3. fejezetben közölt szerint – menedzselési szemszögből – a vállalati válságkezelés egyik lehetséges típusa. A tudományos érdeklődés és fejlődés sem véletlen, mivel az USA-ban az M&A esetek száma gyorsan növekedett, és ahogyan azt a **6-16. ábrán** megfigyelhetjük, Európában egyaránt nagyszámú tranzakció történt a 2000-es évektől kezdődően.

**6-16. ábra: Az M&A tranzakciók számának és értékének alakulása Európában**



Forrás: Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (2016)

Magyarországon a rendszerváltozást követő időszakot a privatizációs kivásárlások jellemezték, azonban a 2000-es évektől hazánkban is erőteljes növekedésnek indult az M&A tranzakciók száma. Az Európai Unió bővítése jelentős hatást gyakorolt az M&A folyamatok bővülésére (Sinkovits 2010). 1997 és 2014 között 743, a Gazdasági Versenyhivatal (GVH) által engedélyköteles M&A tranzakció történt Magyarországon (Kucséber 2015). Ezeknek a dinamikus trendeknek a háttérében az M&A ügyleteknek az előnyei szerepet játszhatnak: méret- és választékgazdaságosság elérése, az iparágból történő kivonulás, az irányítási hatékonyság és a növekvő piaci erő (Wish 2010). Copeland – Weston (1992) a fúziót, mint az egyik legfontosabb szerepet játszó tényezőt említi a vállalatok növekedésében. Az M&A előnyeinek számos alternatív magyarázata létezik. A **hatékonysági elmélet** szerint egy másik vállalat megszerzésénél a **hatékonysági okok** kerülnek előtérbe. Ez az előny az egyesüleből eredő **szinergia hatás**. (Erről már 6.1.10. fejezetben már erről volt szó.)

A fúzió (*Merger*) és felvásárlás (*Acquisition*) kifejezéseket szinonim fogalomnak tekintik, ami nem helyes<sup>27</sup>.

### 6.2.1. A M&A fogalma és típusai

Fúzióról akkor beszélünk, ha **két, korábban független vállalat egyesül**, pontosabban fogalmazva, egy irányítás alá kerül. Megkülönböztetjük az összeolvadást és a beolvadást. **Összeolvadás** esetében az **egyesülő gazdasági társaságok megszűnnek**, és vagyonuk az

<sup>27</sup> Természetesen egy vállalat elidegenítésére pénzügyi nehézségek nélkül is sor kerülhet. Túlnyomórészt a növekedési stratégia alapjául szolgál a felvásárlásra vonatkozó döntés, hiszen egy bővítő beruházásról van szó hosszú távú tőkelekötéssel. A fúzió egy gazdasági egységet formál két vagy több, korábban autonóm cégből. Egy 'társasági megoldás' (100%-os vállalati rész vásárlása) vagy "vagyonjogi megoldás" (ingatlanok, jogok és egyéb vagyontárgyak megszerzése). A vállalat egyes részterületeinek megszerzését is a felvásárláshoz soroljuk, mint például törzsvevővel rendelkező értékesítési szervezet vagy kiszemelt vállalat know-how-jának, vagy éppen jól kiépített disztribúciós csatornájának megszerzését. Egy vállalat kevesebb, mint 100 százalékának megszerzése is felvásárlás akkor, ha a szavazati jog megosztása alapján, illetve egyéb jogi megállapodással a befolyás elérhető a céltársaságban, amely lehetővé teszi a vevő stratégiai céljának realizálását. Ebben az értelemben és ezzel a körülhatárolással a felvásárlást gyakran a fúzióval azonosítják, amikor is az igazgatótanács jóváhagyása után következik a részvények felvásárlása.

átalakulással létrejövő új gazdasági társaságra, mint jogutódra száll át. **Beolvadás** esetében a **beolvadó gazdasági társaság megszűnik**, és annak vagyona az átvevő gazdasági társaságra, mint jogutódra száll át, amelynek társasági formája változatlan marad.

A fúziót a vállalat átstrukturálási-átalakítási tevékenységei közé soroljuk. A **6-39. táblázat** áttekinti a vállalat átstrukturálásának különböző formáit.

**6-39. táblázat: A vállalati átstrukturálás esetei**

▪ <b>Egyesülések és felvásárlások (M&amp;A):</b> mindazok a tranzakciók, amelyek egy gazdasági egységet képeznek, de több egységből jönnek léter.
▪ <b>Átvételi ajánlatok (Tender Offers):</b> közvetlenül a céltársaság részvényeseire irányul olyan ajánlattal, hogy részvényeiket meghatározott lejárati időn belül, többnyire piaci érték feletti áron, átveszik, ezáltal elérhető a vállalat feletti ellenőrzés.
▪ <b>Kockázati tőketársaságok (Venture Capital):</b> a vállalati részesedések tisztán pénzügyi-spekulatív megszerzésének útja.
▪ <b>Átruházások (Spinoffs):</b> a különálló új jogi egységben az anyavállalat részvényeseinek aránya ugyanolyan, mint az anyavállalatban. Itt azonban az ellenőrzés különválk és idővel az új részleg autonóm egységként dolgozhatja ki stratégiáját, amely eltérhet az anyavállalat stratégiájától.
▪ <b>Likvidációs árbevételi hányad kivívása (Equity Carve-outs):</b> magában foglalja a cég egy részének értékesítését egy kívülállóknak, ezáltal egy új jogi egység keletkezik.
▪ <b>Szavazati jogi harcok (Proxy Contests):</b> közvetlenül a céltársaság részvényeseire irányul. A vevő megpróbálja a felvásárlásra kiszemelt céltársaság szavazati joggal rendelkező részvényeseit megnyerni a következő közgyűlés ellenőrzésére, ahol az elnök-vezérigazgató kijelenti, hogy nincsen ellenvetés az átvétellel szemben.
▪ <b>Ajánlatok kicserélése (Exchange Offers)</b>
▪ <b>Részvények visszavásárlása (Share Repurchases)</b>
▪ <b>Privatizáció (Going Private)</b>
▪ <b>Hitelből történő felvásárlás (LBO = Leveraged BuyOuts)</b>

*Forrás:* Katits, 2010.

Ross – Westerfield – Jordan (2008) az **M&A alábbi 4 típusát** különböztetik meg:

1. Fúzió.
2. Konzolidáció.
3. Részvények felvásárlása.
4. Eszközök felvásárlása.

Ross és szerzőtársai a fúzió alatt azt értik, hogy a felvásárló vállalat megtartja nevét és tovább működik, míg a felvásárolt vállalat minden eszköze és kötelezettsége a felvásárló vállalat tulajdonába kerül és megszűnik<sup>28</sup>. A konzolidáció abban különbözik a fúziótól, hogy a felvásárló és a céltársaság is megszűnik létezni, és egy új, közös vállalat részévé válnak. A Ross és szerzőtársaival szemben Damodaran (2006, 748) a vállalatfelvásárlásokat 2 osztályba sorolja aszerint, hogy a célvállalatot a saját menedzserei kivásárolják (**MBO = Management BuyOut**), vagy pedig egy másik vállalat megvásárolja. Az utóbbi osztályt további 4 alosztályra bontja: Beolvadásnak nevezi azt az esetet, amikor a célvállalat teljesen beolvad a felvásárló társaságba. Összeolvadás akkor történik, amikor a felvásárló és a célvállalat egy új céget alapít. Damodaran felvásárlásnak nevezi azt a módozatot, amikor a céltársaság tovább létezik egészen addig, amíg van olyan részvényes, aki visszautasítja a felvásárlást. A 4. alosztály: az eszközfelvásárlás.

<sup>28</sup> A 'privatizációs kivásárlások' az M&A sajátos típusa, amelyek alapvetően abban különböznek a hagyományos felvásárlásoktól, hogy a céltársaságok állami tulajdonban vannak. Magyarországon ezek a tranzakciók a rendszerváltás időszakában voltak a leggyakoribbak (Rechnitzer 1998).

Chandra (2015) a felvásárlást gyűjtőfogalomként használja. A felvásárlásokon belül megkülönbözteti a fúziót, a gyár, az üzem felvásárlását, a részvényvásárlást és az *LBO*-t (*Leverage BuyOut*) amely olyan tranzakció, amelyben a céltársaság részvényeinek, vagy eszközeinek felvásárlását hosszú lejáratú hitellel finanszírozzák. Sudarsanam (2003, 3) azt hangsúlyozza, hogy a fúzió (*Merger*) és a felvásárlás (*Acquisition*) kifejezéseket a szakirodalomban gyakran egymás szinonimájaként használják. A szerző könyvében a fúzió és a felvásárlás mellett, használja a kivásárlás (*Buyout*) kifejezést egyaránt. A felvásárlás alatt egy társaság eszközeinek vagy részvényeinek megszerzését érti, amelyet követően a céltársaság megszűnik, vagy a felvásárló leányvállalata lesz. A fúzió esetén új cég jön létre az egyesülni kívánó cégek összeolvadása által. A kivásárlás a felvásárlásoknak egy olyan sajátos típusa, amelyben a felvásárlók magántőke alapok vagy menedzserek.

Azt láthatjuk, hogy az említett szerzők meglehetősen eltérően vélekednek és eltérően tipizálják az M&A tranzakciókat.

Jelentősen megcsappant globális szinten a vállalkozói összeolvadások és felvásárlások száma **2008** második felében. **2008-ban a nemzetközi tranzakciók száma 11 százalékkal csökkent 2007-hez viszonyítva, amiben a pénzügyi-gazdasági válság hatása mutatkozik meg.** 2008 első félévében a fúziók és felvásárlások teljes összege 1 billió 767 milliárd dollárt, a második félévben már 12 százalékkal kevesebbet (1 551 milliárd dollárt) tett ki. Míg az első félévben 20 622 volt a tranzakciók száma, addig az utolsó hat hónapban már csak 18 439-et jegyeztek fel. A tranzakciók átlagos értéke is zsugorodott, méghozzá 2százalékkal, 84 millió dollárra. **Össességében 39 061 összeolvadás és felvásárlás zajlott le 2007-ben a világgazdaságban, a tranzakciók összértéke meghaladta a 3,3 billió dollárt. 2008-ban nagyban lefékeződtek a vállalkozói egyesülések.** A piacot eddig csak figyelemmel kíséző intézmények lehetnek majd azok, amelyek készpénzzel történő felvásárlásokra tudnak vállalkozni, mert elégséges készpénztartalékot halmoztak fel. Példa erre az állami vagyonalapok és a családi magánvállalkozások (<http://hirek.oldal.info/>)

Gaughan (2008) szerint az **USA-beli vállalatok felvásárlási hullámainak** 1. periódusa 1897-től kezdődött, s tartott 1904-ig. A 2. periódust 1916 - 1929, a 3. periódust 1965 - 1969, a 4. periódust 1984 – 1989 közé becsüli. Úgy véli, hogy az 5. periódus az 1990-es évek kezdetétől datálódik. Véleménye szerint az M&A-k közgazdasági, regionális és technológiai nyomás hatására alakultak ki és léteznek. George Stigler Nobel díjas közgazdász professzor szerint az M&A-k 1. és a 2. periódusát összevetve, nem más, mint *merging for monopoly versus merging for oligopoly* (Gaughan 2008) A 3. periódus "az ipari koncentrációk és komglomerátumok hulláma". Ebben az időszakban rendkívül gyorsan fejlődtek a menedzsment-tudományok. Ez a befektetések differenciálódásának, a tőzsdei P/E játékok időszaka (Gaughan 2008). A 4. periódus M&A ügyleteinek létrejöttét sokkal inkább a rövid távú pénzügyi és nem a stratégiai orientáció, míg az 5. periódusban a "leverage agresszív használata" vezérelte (Gaughan 2008). Több éven át tartó karcsúsítás, átszervezés után a vállalatok újra felfedezték a növekedés varázsát. Az üzletkötések többsége azonban nem sok jóval kecsegtet. Az utóbbi 75 év fúzióinak és akvizícióinak pénzügyi mutatóit vizsgáló tanulmányok kimutatták azt, hogy az ügyletek több mint fele nem járt a tervezett eredménnyel. Számos esetben értékvesztés történt, és a vállalat teljesítménye jelentősen csökkent az üzletkötés után. Annak ellenére, hogy rengeteg, nagy nyilvánosságot kapott tanulmány foglalkozott a sikertelen ügyletek riasztóan magas arányával, ez az arány ma sem jobb, mint 75 évvel ezelőtt ([www.e-tudomany.hu](http://www.e-tudomany.hu), Markovics 2006, 5).

A 6. fúziós hullám 2003-ban indult, csupán 3 évvel a technológiai robbanás után. Az M&A aktivitás az USA-ban 2006-ban éri el a csúcát több mint 1000 milliárd USD értékkel. A 6. hullám 2007-ben ért véget a világgazdasági (pénzügyi) válsággal. A 6. hullámot a pénzügyi befektetők (*hedge fundok, private equity fund, kockázati tőkealapok*) megnövekedett aktivitása jellemezte. Ezek az alapok nagy részesedéseket vásárolnak a vállalatokban, majd vagy felvásárolják a kisebbségi részt is, vagy átszervezést erőltetnek a részvényesi jogaikon

keresztül. Az USA-ban a pénzügyi befektetők tették ki az M&A piac több mint 40 százalékát (Moeller – Brady 2014).

Hazánkban, sok éves kihagyás után, 2004-ben M&A-tranzakciók értéke a kelet-közép európai régió élére ugrott. 2008-ban, a 2007. év azonos időszakához képest, szinte teljesen eltűntek a fúziós és vállalatfelvásárlási ügyletek, azonban ez inkább annak köszönhető, hogy a bázisidőszak szokatlanul erős volt, mivel olyan óriás tranzakciók történtek, mint például az OMV újabb tulajdonszerzése a MOL-ban, vagy éppen a MOL-TVK ügylet. Az *IMAA (Institute of Mergers and Alliance)* és a *Thomson Financial* statisztikái szerint a tranzakciók száma "csak" 17%-kal esett vissza, azonban értékben 99%-os a csökkenés. A 2008-as év nagy tranzakciói (MOL-Oman Oil 831 millió EUR, OTP Garancia-Groupama 617 millió EUR értékben) szinte mind az első negyedévben történtek, a második periódusra alig jutott jelentősebb ügylet. 2008 második negyedévében összesen 25 fúziós és felvásárlási ügylet született Magyarországon, amelyek összesen 50 millió EUR értéket tettek ki ([www.portfolio.hu](http://www.portfolio.hu))

Kucséber (2015 és 2016) vizsgálta a Gazdasági Versenyhivatal nyilvántartásait, s így a magyarországi M&A ügyletek ágazati eloszlását az 1997 és 2015 közötti időszakban. A legnagyobb részesedése – ami 24%-os – a feldolgozóipari ágazatnak van. A 2. helyen a kereskedelem, logisztika ágazat áll, amelyet követ a pénzügy és ingatlanügyletek ágazat. A legkevesebb tranzakció a vendéglátás és a bányászat területén valósult meg.

#### 6.2.2. A fúziók megkülönböztetése finanszírozásuk szerint

A **finanszírozás három különböző kategóriáját** különböztethetjük meg:

1. Készpénz ellenében történő megszerzés
2. Részvények ellenében történő megszerzés
3. Megszerzés idegen tőkével

Az említett finanszírozási formák **különbségeit** az alábbiakban fogalmazhatjuk meg:

Az eladó szempontjából a megszerzendő (cél)vállalat részvényeinek **készpénzes átvétele** akkor előnyös, ha nem szabadon elidegeníthető. Elidegenítési korlátozás esetén nem elég a megszerzett részvények számát a piaci árakkal szorozni. Sokszor az ilyen korlátozások piaci értékét ki kell számolni és az értékesítési ár kalkulálásakor figyelembe kell venni. Ez oly módon történhet, hogy az értékesítési korlátozásokat együttesen vételi opció értékesítéseként kell tekinteni bázisáron a piaci ár nivóján a felvásárlás időpontjában. Az alábbi példa rávilágít a készpénzes vállalati felvásárlás kalkulációjára (Bélyácz 2009, 471, és Smart – Megginson – Lucey 2008, 329).

Az "A" számítástechnikai cég a "B" számítógép kereskedéssel foglalkozó társaság megvásárlására készül 200 millió HUF ellenében. Az "A" cég tőkeköltsége 28%-os jelentős eladósodottsága miatt. Ha megtörténik a vétel, akkor az "A" cég menedzsmentje arra számít, hogy a cég súlyozott átlagos tőkeköltsége 20%-os lesz, mivel a "B" céltársaságot tulajdonosi tőkével finanszírozzák. A vétel várhatóan 85 millió HUF adózás utáni, többlet pénzáramot ígér 5 éven át. A menedzsment **legalább ekkora összeget elvár** (így ezt 5 éves annuitásként mérlegeli).

Vajon az "A" cégnek érdemes készpénzért megvásárolni a "B" társaságot?

Válaszunkat a nettó jelenérték kalkulálásával adjuk meg:

$$NPV = 85 \times 2,99 - 200 = 254,15 - 200 = \underline{\underline{54,15 \text{ millió HUF}}}$$

Tehát a vétel nettó jelenértéke pozitív, így a felvásárló "A" társaságnak érdemes végrehajtani a vételt.



**A részvények ellenében történő megszerzésnél a kritériumok az alábbiak:**

- A megegyező vállalatok autonómok és egymástól függetlenek.
  - Egy vállalat részvényeinek legalább 90%-át a másik részvényeinek átadásával megszerzi. A teljes tranzakció csak maximum 10%-a lehetséges készpénzzel. Kiegészítő kritérium: biztosított az, hogy a régi részvényesek tulajdonjogukat az egyesített vállalatban megtartják.
  - Nem tervezhető olyan intézkedés, amely mindkét vállalat tevékenységét de facto visszafogja. Ez úgy történhet, hogy a kiadott részvényeket később visszavásárolják.
- E módszer akkor használható, ha a vállalat vagyona szisztematikusan alulértékelt és túl magas nyereséget mutatnak ki.

**Összeolvadás** esetében a gazdasági társaságok saját törzsbetéteinek értékét, **saját részvényeinek névértékét**, továbbá kölcsönös részesedésük értékét a **jogutód gazdasági társaság jegyzett tőkéjének meghatározása során nem lehet figyelembe venni**. **Beolvadás** esetében a **beolvadó gazdasági társaságnak** az átvevő gazdasági társaságban lévő részesedésének **névértékét** a jogutód gazdasági társaság jegyzett tőkéjének meghatározása során **nem lehet figyelembe venni**. Beolvadás esetében tilos az átvevő korlátolt felelősségű társaság (részvénytársaság) törzstőkéjét (alaptőkéjét) megemelni a beolvadó társaság tulajdonában lévő saját törzsbetétek (saját részvények) névértékével. Beolvadás esetében tilos az átvevő korlátolt felelősségű társaság vagy részvénytársaság törzstőkéjét, illetve alaptőkéjét megemelni a beolvadó gazdasági társaság azon törzsbetéteinek értékével, illetve részvényeinek névértékével, amelyek az átvevő gazdasági társaság tulajdonában vannak.

Nézzünk egy példát a részvények ellenében történő megszerzés esetének kalkulálásához (Bélyácz 2009, 475-476, és Lumby – Jones 2003, 593-600)!

Az "FX" felvásárló cég menedzsmentje mérlegeli az "FY" társaság beolvasztását úgy, hogy saját részvényei 1,5 egységét kínálja az "FY" társaság részvényeinek egységéért. A mérlegeléshez az alábbi adatok ismeri:

	"FX"	"FY"
Adózott nyereség	400 millió HUF	100 millió HUF
Kinnlevő részvények száma	200 ezer darab	25 000 darab
A részvény piaci ára	4 ezer HUF/darab	4,8 ezer HUF/darab

A felvásárló cég azt reméli, hogy a P/E arány (*Price/Earnings Ratio*) változatlan marad. Határozzuk meg a piaci ár átváltási arányát!  
 Hogyan változik az *EPS (Earnings per Shares)* és a P/E értéke?  
 Mekkora lesz a beolvadás után a részvények piaci ára?

$$\text{Átváltási arány} = \frac{4\,000 \times 1,5}{4\,800} = \underline{\underline{1,25}}$$

<b><u>Beolvadás előtt:</u></b>	<b><i>EPS</i></b>	<b><i>P/E</i></b>
"FX"	2 000 HUF	2
"FY"	4 000 HUF	1,2

**Beolvadás után:**

Az "FY" társaság beolvasztásának P/E aránya:  $1,5 \times 4\,000 / 4\,000 = 1,5$

Adózott nyereség:  $400 + 100 = 500$  millió HUF

A kinnlevő részvények száma:  $200\,000 + 1,5 \times 25\,000 = 237\,500$  darab

	<b><i>EPS</i></b>	<b><i>P/E</i></b>
"FX" + "FY"	$\approx 2\,105$ HUF	1,5

**A részvények piaci ára:**  $2\,105 \times 2 = \underline{\underline{4\,210}}$  HUF

Az 1970-es évek kezdete óta rendkívül nagy jelentőséggel bír az **idegen tőkével finanszírozott vállalati felvásárlás (LBO = Leveraged BuyOut)**. A tradicionális idegen finanszírozáshoz

képest az a különbség, hogy a vevő hitelképessége alapján hitelt kap a kiszemelt vállalat megszerzéséhez, s így az *LBO* közvetlenül a céltársaság adósságarányának emelkedéséhez vezet. Az *LBO* olyan vállalat felvásárlását jelenti, amelyet a saját tőke egységére vetítve az egységnél nagyobb idegen tőke finanszíroz<sup>29</sup> és amelynél az idegen tőkejuttató követelése többnyire a céltársaság aktíváival biztosított. Az *LBO* egyik következménye a céltársaság magas adósságaránya. Ez a magas adósságarány, ami a saját és idegen tőke közötti viszonyt az idegen tőke javára elmozdítja, az *LBO* ismertetőjele. Rendszerint a vevői oldalt külső befektetőkből (outside investor) álló – többnyire kis csoport – képviseli. Az *LBO* ügyleteket tekintve, 2004-ben megközelítette a 300 000 millió USD értéket, míg 10 évvel korábban ennek csak alig ötödét tették ki (Gaughan 2007, 18).

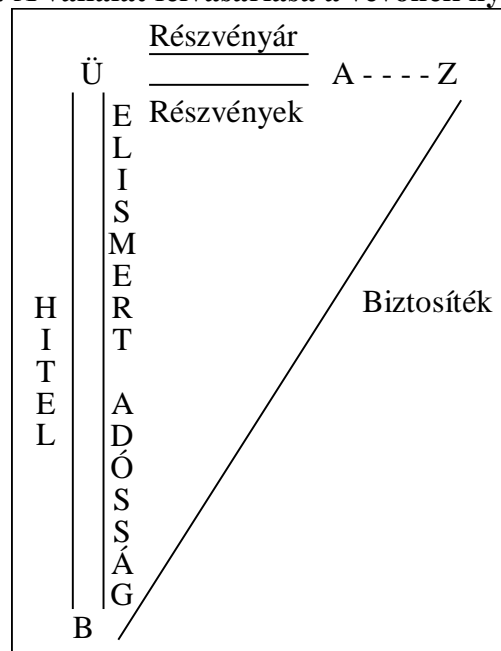
#### 6.2.2.1. LBO esetkonstellációk

Ez a rész közreadja az *LBO* öt finanszírozási lehetőségét.

##### ■ Hitelnyújtás a vevőnek

A vevő alapít egy *dummy company*-t ('áltársaságot') kevés saját tőkével. E társaság kizárólagos célja a céltársaság, illetve részvényeinek megszerzése. Ez a cég hitelt vesz fel egy banktól vagy bank konzorciumtól és egyúttal kölcsön adja magas kockázattal (*junk bonds*). Ezután megszerzi a céltársaság részvényeit, s az így megszerzett társaságot arra kényszeríti, hogy vagyonából fizessen a hitelezőnek (6-17. ábra).

6-17. ábra: A vállalat felvásárlása a vevőnek nyújtott hitellel



Forrás: Saját szerkesztés

A 6-17. ábra jelöléseinek magyarázata:

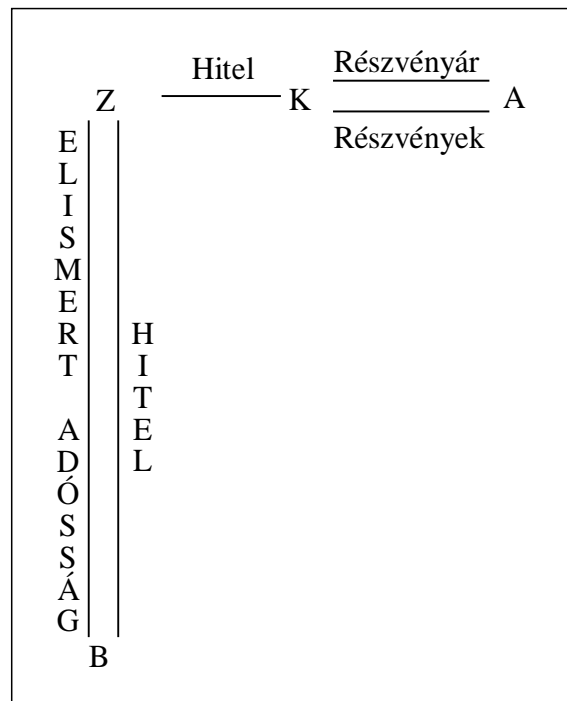
- A a céltársaság részvényei, illetve az eladó
- B az LBO-bank, LBO-hitelező
- Ü az átvevő, illetve a vevő
- Z a céltársaság

<sup>29</sup> Az USA-ban a bankok finanszíroztak olyan LBO-t, amelynek  $\frac{D}{E}$  aránya  $\frac{10}{1}$  (Zerey 1994, 48).

### ■ Hitelnyújtás a céltársaságnak

Ebben az esetben maga a céltársaság – saját eszközeivel biztosított – hitelt vesz fel egy banktól. Ezután a céltársaság a hitelt továbbítja a vevőnek, s ezáltal megszerzi a céltársaságot.

**6-18. ábra: A vállalat felvásárlása a céltársaságnak nyújtott hitellel**



*Forrás: Saját szerkesztés*

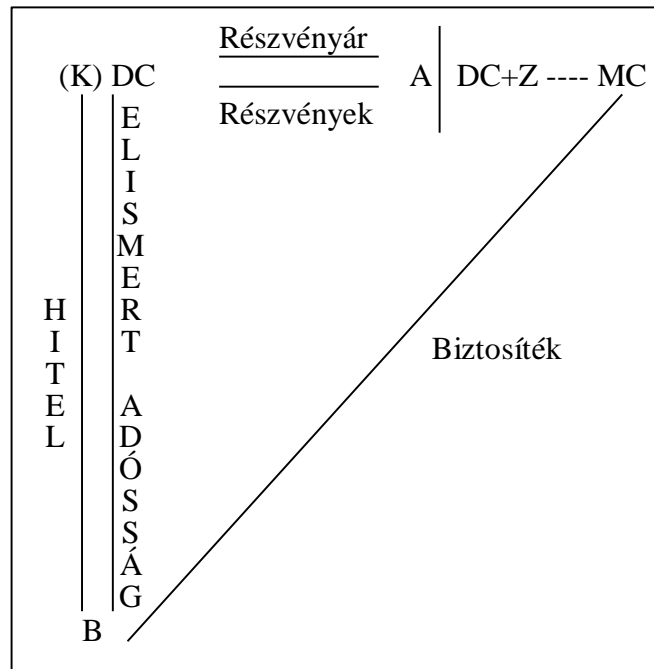
A **6-18. ábra** jelöléseinek magyarázata:

- A a céltársaság részvényei, illetve az eladó
- B az LBO-bank mint hitelező
- K a vevő
- Z a céltársaság

### ■ Hitelnyújtás a vevő 'áltársaságának' és ezután az 'áltársaság' és a céltársaság fuzionál

Ebben a verzióban a vevő 'áltársasága' vesz fel hitelt a banktól, amellyel a céltársaság részvényeit megszerzi. Ezután a céltársasággal egyesül és a fúzióval keletkező új társaság átveszi az 'áltársaság' (rég) adósságát és a hitelező biztosítékát a cég vagyona jelenti.

**6-19. ábra: A vállalat felvásárlása a vevő 'áltársaságának' nyújtott hitellel**



Forrás: Saját szerkesztés

A 6-19. ábra jelöléseinek magyarázata:

- A a céltársaság részvényei, illetve az eladó
- B az LBO-bank mint hitelező
- K a vevő
- MC az egyesült cég
- DC a vevő *dummy company*-ja
- Z a céltársaság
- DC+Z fúzió a céltársaság és a *dummy company* között

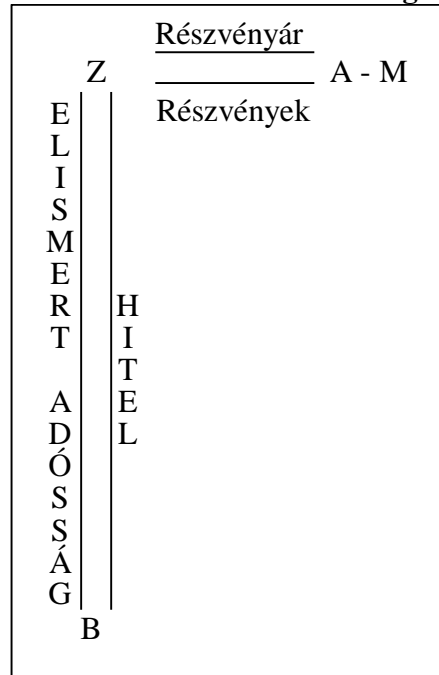
■ **Hitelnyújtás a céltársaságnak a saját részvények megszerzésére**

Ez az esetkonstelláció azt feltételezi, hogy a menedzsment már rendelkezik a céltársaság részvényeinek tetemes részével. A menedzsment létrehozza saját cégét, hitelt vesz fel, s a banki biztosíték a társaság vagyona. Továbbá olyan befektetőt keres a céltársaság részvényeire, aki nem a menedzser-csoporthoz tartozik, s ő mint a céltársaság egyetlen részvényese, igazgatósági tag marad. Ennek a verzióknak az előfeltétele az, hogy a saját részvények szerzését a Ptk megengedje (6-20. ábra).

A 6-20. ábra jelöléseinek magyarázata:

- A részvényesi kör
- B az LBO-bank mint hitelező
- M menedzsment, aki Z részvényeivel rendelkezik
- Z a céltársaság
- A-M részvényesek, akik az MBO-ban nem részesednek

**6-20. ábra: A vállalat felvásárlása a céltársaságnak nyújtott hitellel**

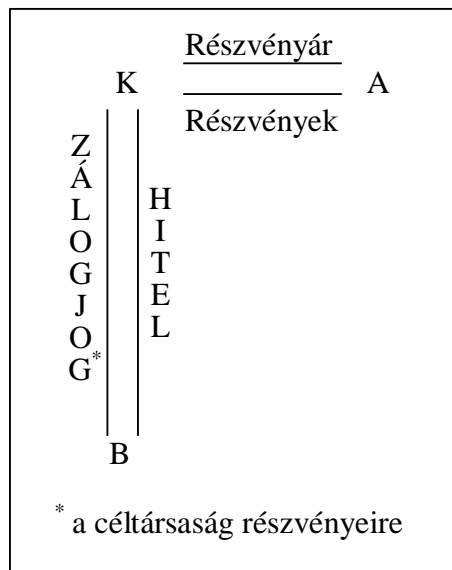


*Forrás: Saját szerkesztés*

**■ Hitelnyújtás az 'áltársaságnak' és a céltársaság megszerzett részvényeinek elzálogosítása**

Lehetséges az az eset is, hogy az 'áltársaság' hitelt vesz fel egy banktól és ezzel a pénzzel megszerzi a céltársaság részvényeit, amelyet ezután a banknak elzálogosít. Ennél az esetnél az a probléma, hogy a bank nem tartja kielégítőnek a biztosítékot. A bank nem rendelkezik zálogjoggal a céltársaság vagyona felett, csak az 'áltársaság' vagyonának zálogjogával rendelkezik, nevezetesen a céltársaság részvényével; ha az csődbe jut, akkor az elzálogosított részvények elértéktelenednek (6-21. ábra).

**6-21. ábra: A vállalat felvásárlása az 'áltársaságnak' nyújtott hitellel**



*Forrás: Saját szerkesztés*

A 6-21. ábra jelöléseinek magyarázata:

A	a céltársaság részvényei, illetve az eladó
B	az <i>LBO</i> -bank mint hitelező
K	a vevő
Z	a céltársaság

Az *LBO* alkalomadtán *Management BuyOut* = *MBO* formájában is jelentkezik. Az *MBO*-nál a vevő(k) a vállalat topmenedzsereinek egy része vagy egésze, adott esetben kívülálló befektető(k), de elhatározhatja magát a részvényesek többsége is a vételt, idegen finanszírozással.

A megkívánt idegen tőke szerzéséhez kötvényeket bocsátanak ki. Rossz minőségük miatt *junk bond*-nak nevezik<sup>30</sup>.

Az *LBO*-val felvásárolt vállalatok esetében az ún. *cash cows*-ról van szó. Ezek a céltársaságok magas piaci részesedésnek és jelentős free cash flow-nak örvendenek. Befektetett eszközük általában elegendő a felvett hitel fedezeteként. A magas biztosíték igénye magyarázza azt, hogy miért a termelő vállalatok alkalmasak különösen egy *LBO*-val történő átvételre.

Milyen előnyei vannak az *LBO*-nak más finanszírozási formával egybevetve? – Az elidegenítő részvényesei számára az előnyök nyilvánvalóak, mivel nagyon magas prémiumot kapnak az átvétel előtt uralkodó piaci áron<sup>31</sup>. Ez a magas prémium, amit a részvényeseknek fizetnek, az alábbi okok miatt lehetséges:

» Az adósságarány emelése egy olyan pénzügystratégiai előnyt hoz magával, amelynek következménye a magas vállalati érték.

» A rendkívül magas adósságarány, amelyhez az *LBO* vezet, a menedzsment megítélését behatárolja a pénzügyi tartalékok allokációjánál. Az osztalékfizetéssel ellentétben az idegen tőke költsége fix és szerződés szerint teljesíteni kell azért, hogy a vállalat a számára hátrányos konzekvenciákat elkerülje.

» Az *MBO* teljesen megváltoztatja a vállalat tulajdonosi struktúráját. Azzal, hogy legalább a menedzserek és a tulajdonosok érdekazonossága létrejön, csökkennek azok a költségek, amelyek éppen az említett két csoport közötti érdekkonfliktusból adódhatnak. A menedzsereknek csekély az indítékuk olyan döntéseket hozni, amely nem áll a tulajdonosok érdekében.

A menedzsment számára az előnyöket könnyen felismerhetjük. Az *LBO* a menedzsmentnek megadja azt a lehetőséget, hogy az általuk vezetett vállalatban tulajdont szerezzenek, amit a privát vagyonuk rendszerint nem enged. A hitelező számára pedig a *junk bond* egy érdekes tőkebefektetés, mivel a nagyobb kockázat miatt jobban jövedelmez, mint az első osztályú kötvény.

Az *LBO*-konceptió problémákat is felvet. A vállalat adósságaránya az *LBO*-val olyan magas lesz, hogy a beruházásokat elszalasztják, holott azokra szükség lenne a piaci részesedés védelméhez. A nagymértékű kölcsön visszafizetési kötelezettség esedékesség szerint történő teljesítése olyan mindenkorai pénzügyi probléma a vállalatnál, hogy minden stratégiai és operatív megfontolás alárendelt szerepet játszik. Az *LBO* megjeleníti a csőd veszélyét úgy, hogy negatív hatása van a vevőkre, a szállítókra és a munkavállalókra. A vevők például nem fognak egy csőddel fenyegetett vállalattól vásárolni, mert attól félnek, hogy a termelés megszüntetésével a termék értékcsökkenése következik be. Hasonlóan érvényes az, amikor a vevő függ a termelő teljesítményétől szerviz vagy technikai tanácsadás formájában.

<sup>30</sup> Például: 1985-ben 15 milliárd USD értékben bocsátottak ki. Becslés szerint ennek több mint 14 százaléka a vállalati átvétel finanszírozását szolgálta (Wallace 1985, 74).

<sup>31</sup> Például: Az 1980-as években az elidegenítő részvényes prémiuma átlagosan 80%-kal a részvény tőzsdei árfolyama felett volt az *LBO*-ban (Zerey 1994, 44).

### 6.2.2.2. Az idegen tőke funkciója

Az idegen tőke szabályozó-fegyelmező funkciója felszínre hozza az *LBO*-t védelmező érvelését. E szerint a hitelezők az *LBO*-vállalat menedzsmentjét olcsóbban és hatékonyabban irányíthatják, mint a vállalat részvényesei (*agency costs*). Ezt támasztja alá az **idegen tőke sajátossága a saját tőke jellegzetességeivel összehasonlítva:**

- A hitel kamatozik, azaz a kamatot az osztalékkal ellentétben rendszeresen, szerződés szerint fizetni kell.
- Az idegen tőkét, a saját tőkével ellentétben, vissza kell fizetni.
- A hitelezőket védik a szerződéses megállapodások, ezzel szemben a részvényesek számára ilyen szerződéses igények nem léteznek.
- A kölcsönvett tőke után képződött profit csak a kölcsönösszegre vetítve látszik soványnak. Amennyiben nem felejtjük el, hogy ezt a relatíve szerény hozamot olyan forrás után élvezzük, amely nem is a miénk, úgy másképpen ítéljük meg az *LBO*-ügyletet.

Az idegen tőke fenti négy jellemzője megmagyarázza azt, miért tekinthető egy hitelszerződés úgy, mint egy **hatékony szabályozó-fegyelmező mechanizmus**: a menedzsment a hitelezők pénzét így nem pazarolja el kilátástalan projektek megvalósítására. Ellenben e mechanizmust kísérő **költségek** nagysága összefügg az adósság mértékével; egy bizonyos adósságszint után e költségek olyan magasak, hogy az adósság nem kedvező a vállalat számára (Jensen – Meckling 1976, 310).

Amennyiben a céltársaság a pénzügyi összeomlás szélén áll, **közvetlen és közvetett csőd-költségek** keletkeznek. Ezek a **csőd-költségek az *LBO* esetében csökkennek**, mivel a részesedők köre kisebb (kevesebb részvényes, kevés hitelező), s ennek az a következménye, hogy kedvezőbb a lehetőség egy gyors és ésszerű megoldás kiválasztásához és megvalósításához (Jensen 1989, 35-44).

### 6.2.3. Az adósságkapacitás növelésére vonatkozó mérlegelés

A vállalati fúziók előnyei gyakran azon alapulnak, hogy a vevő vállalat és a céltársaság tőkeköltsége együttesen csekélyebb, mint az egymástól független cégek. A vállalati egyesülések pénzügyi előnye az értékpapír kibocsátásánál keletkező *economies of scale*, vagyis a kibocsátott mennyiség növekedésével járó költség-degresszió (nyomatási, forgalomba hozatali költség, stb. – amikor még nem elektronikus úton történt az értékpapírok jegyzése!) következtében alacsonyabb a finanszírozási költség. Okozati összefüggés van a finanszírozási költségelőny és az adósságkapacitás növelése között. Egy vállalati egyesülés nagyobb adósságkapacitása azt jelenti, hogy az eladósodással költségei magasabbak ahhoz képest, ha az összes hozzá tartozó vállalat független maradna. Ez implikálja egyúttal azt, hogy az egyesülés utáni tőkeigény csekélyebb fajlagos költséggel jár. A nagyobb adósságkapacitás oka a konglomerátum redukált csőd-kockázata (Levy – Sarnat 1970, 801). Egy konglomerátum relatíve kedvezőbb finanszírozási lehetőségeiből származó nagyobb előny akkor keletkezik, ha a magasabb adósságarány pozitívan kihat a vállalati értékre.

A továbbiakban egy kérdés megválaszolására fogunk koncentrálni: Milyen módon befolyásolja egy fúzió által feltételezett nagyobb adósságkapacitás a vállalati értéket különösen akkor, ha nem egymáshoz kapcsolódó tevékenységeket vonnak össze?

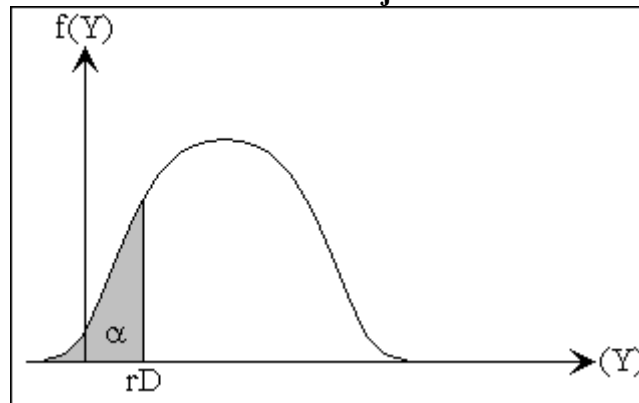
#### 6.2.3.1. Lewellen modellje

**Az egyesülő vállalatok nagyobb adósságkapacitással rendelkeznek, mint a független vállalatok az egyesülés előtt** (Lewellen 1971, 522). Egyúttal érvényes a módosított

Modigliani-Miller teória, vagyis egy vállalat piaci értéke az adósságarány emelkedéséből származó adóelőny miatt emelkedhet (Modigliani – Miller 1963, 433-443). Azonos a végkövetkeztetés akkor is, ha a tőkestruktúra felfogás tradicionális irányzatát követjük, amely azt posztulálja, hogy a részvénytőke megtérülési rátája addig emelkedhet, amíg az idegentőke költség a beruházás megtérülési rátája alatt marad. Mindkét esetben a **finanszírozási döntés fő változója az adósságkapacitás**. A végrehajtott akvizíció után az adósságkapacitás nagyobb és a kockázat kisebb, mivel a kombinált pénzáram varianciája kisebb, mint az egyes (autonóm) varianciák súlyozott átlaga akkor, ha a pénzáramok közötti korrelációs koefficiens értéke nem éri el az egy értéket.

A hitelező kockázata a hitel nyújtásakor abban nyilvánul meg, hogy a tőke és a kamat elvesztésének nullától különböző a bekövetkezési valószínűsége, mert az adós pénzárama kisebb, mint a tőkejuttatást illető összes kötelezettség összege. A hitelezőnek van bizonyos elképzelése a maximálisan elfogadható kockázatról és beleegyezik a hitel nyújtásába akkor, ha annak bekövetkezési valószínűsége, hogy az esedékes  $Y$  vállalati pénzáram kisebb az  $rD$  fizetési kötelezettség teljesítéséhez, mint egy meghatározott  $\alpha$  érték. Ezeket az összefüggéseket a **6-22. ábra** grafikonja szemlélteti (Lewellen 1971, 526).

**6-22. ábra: A hitelezői tőkejuttatás maximuma**



Forrás: Saját szerkesztés

A vállalati adósságkapacitást ezért a (6.1) szerint meghatározhatjuk:

$$\int_{-\infty}^{rD^*} f(Y)dy = \alpha \quad (6.1)$$

ahol  $D^*$  = a maximális adósság összege

Az alábbi módon kiszámolhatjuk annak bekövetkezési valószínűségét, hogy egy  $A$  vagy  $B$  vállalat nincs abban a helyzetben, hogy a hitel visszafizetését teljesítse:

$$P(Y_A < rD_A^*) = \int_{-\infty}^{rD^*} f(Y_A)dY_A \quad (6.2)$$

illetve

$$P(Y_B < rD_B^*) = \int_{-\infty}^{rD^*} f(Y_B)dY_B \quad (6.3)$$



Anélkül, hogy egy vállalat a másikat felvásárolná, a bekövetkezési valószínűsége annak, hogy az **A** vagy **B**, vagy mindkét vállalat egyúttal képtelen kötelezettségei teljesítésére:

$$P(D) = P(Y_A < rD_A^*) + P(Y_B < rD_B^*) - P(Y_A < rD_A^*, Y_B < rD_B^*) \quad (6.4)$$

Ezek után meghatározhatjuk annak a bekövetkezési valószínűségét, hogy a vállalati fúzió után a pénzáram kisebb, mint az adóssághoz kapcsolódó fizetési kötelezettség:

$$\begin{aligned} P(D_{AB}) &= P(Y_A < rD_A^*) + P(Y_B < rD_B^*) \\ &- P(Y_A < rD_A^*, Y_B < rD_B^*) \\ &- P(Y_A < rD_A^*, Y_B \geq rD_B^* + rD_A^* - Y_A) \\ &- P(Y_B < rD_B^*, Y_A \geq rD_A^* + rD_B^* - Y_B) \end{aligned} \quad (6.5)$$

A (6.4) és (6.5) kifejezés egybevetéséből látjuk azt, hogy  $P(D)$  értéke nagyobb, mint  $P(D_{AB})$ . Ez azt jelenti, hogy a hitelező kockázata kisebb lett az fúzió végrehajtásával. Az adósságkapacitás ezért ceteris paribus nagyobb a fúzió után, mint az autonóm adósságkapacitások összege a fúzió előtt. Ez az érvelés egy konglomerátum jellegű fúziós lépésre (a résztvevő vállalatok között nincsen összefüggés a termék és/vagy a piacok vonatkozásában, azaz egymáshoz nem kapcsolódó tevékenységeket vonnak össze) vonatkozik, mivel ebben az esetben a vállalati pénzáramok kevésbé erősen pozitívan korrelálnak. Ezek szerint a **fúzió előnyét tisztán finanszírozási-pénzügyi oldalról megokolhatjuk**.

Galai – Masulis (1976, 53-81) elsőként mutat rá – az opciós ármodell keretében – arra, hogy a kombinált pénzárammal a hitelező pozíciója javul, mert a fizetéseképtelenség veszélye kisebb, s egyúttal a részvényes helyzete kedvezőtlenebb lesz (*co-insurance* hipotézis). A részvénytőke piaci értékének összege az egyesülés előtt nagyobb, mint az egyesülés utáni kombinált részvénytőke piaci értéke. A kombinált részvénytőke piaci értéke azért esik, mert a felvásárló vállalat részvénytőkéje az egyesülő objektum (célársaság) kötelezettségéhez – vice versa – hozzátapad.

Higgins (1971, 543-545) szemben áll Lewellen érvelésével. Véleménye szerint a felvásárlás a hitelező szempontjából nemcsak a hitel visszafizetés pénzáramának várható értékét, hanem annak varianciáját is emelheti. Intuitíve ezt a következő módon magyarázhatjuk: a vállalati egyesülés lehetősége kizárja azt, hogy az egyik vállalat fizetéseképtelenség, míg a másik vállalat fennmarad, de egyúttal gondolhatunk arra a szituációra, hogy az egyesülésben szereplő egyik vállalat a másikat csődbe juttathatja.

### 6.2.3.2. Higgins – Schall modellje

Higgins – Schall (1975, 93-114) kibővítik Lewellen elemzését a csőd költségek figyelembe vételével. Az **1. lépésben** elemezzük egy fúzió hatását a részvényesek vagyoni pozíciójára egy **társasági adó és csőd nélküli modellben**. Ilyen körülmények között arra az eredményre jutnak, hogy a fúzió hatására a hitelező vagyoni pozíciója javul a részvényesek terhére. Tény az, hogy a közölt feltevések mellett az egyesülés hatása indifferens a vállalat értékére, de nem zárja ki azt, hogy az összvállalati értékből a hitelező vagy a részvényes relatív részesedése megváltozzon. Itt érvényes az a feltételezés, hogy a végrehajtott fúzió után, a hitelezők felé történő fizetési kötelezettségek azonosak az egyesülés előtti, egyes vállalatok fizetési kötelezettségeinek összegével. Ezt a (6.6) kifejezés írja le:

$$rD_{AB} = rD_A + rD_B \quad (6.6)$$

ahol  $rD_{AB}$  = a vállalati egyesülés esedékes fizetési kötelezettségei a hitelezők felé

$rD_A, rD_B$  = az **A**, illetve **B** vállalat esedékes fizetései a hitelezők felé egyesülés előtt

A hitelezők felé történt tényleges fizetések eltérhetnek az esedékes pénáramoktól akkor, ha a az aktuális pénzáram kisebb, mint az  $rD_{AB}$ ,  $rD_A$  vagy  $rD_B$ . (Az  $Y$  pénzáram jelölhető  $G$ -vel vagy  $E$ -vel, vagy  $D$ -vel.) Az  $Y^G$  jelöli az összes pénzáramot, amelynek  $Y^E$  része a részvényeseket,  $Y^D$  hányada pedig a hitelezőket illeti meg. A pénzáram az  $i = 1, 2, \dots, n$  szituáció bekövetkezésétől függ.) Érvényes az, hogy

$$Y_{AB_i}^D \geq Y_{A_i}^D + Y_{B_i}^D \quad (6.7)$$

akkor, ha legalább az  $i$ -edik szituációban a két vállalat egyike fizetéseképtelen, miközben a másik fizetőképes marad. Feltételezés szerint érvényes

$$Y_{AB_i}^G = Y_{A_i}^G + Y_{B_i}^G \quad (6.8)$$

vagyis az egyesülés utáni kombinált pénzáram azonos a fúzió előtti, egymástól független vállalatok pénzáramának összegével. Mivel az összes pénzáramból részesedik a hitelező és a részvényes is, a (6.7) és (6.8) relációk egybekapcsolásából következik az, hogy

$$Y_{AB_i}^E \leq Y_{A_i}^E + Y_{B_i}^E \quad (6.9)$$

akkor, ha az összes szituációból legalább egy esetben a két vállalat egyike csődbe jut és a másik fizetőképes marad.

Léteznek olyan lehetőségek, amelyek a részvényesek és a hitelezők – előbbiek szerint történő – vagyonfelosztását megakadályozzák. Az egyik alternatíva az, hogy új hitelt felvenni és a létező kötelezettségeket megváltani. A régi adósságot megválthatjuk prémium fizetése nélkül addig, amíg az új hitelt akkora kamatrátá mellett vehetjük fel, amely immár az alacsonyabb csődkockázatra tekintettel van. Egy másik lehetőség az, hogy a vállalat adósságaránya emelkedik. Az adósságarány addig emelkedhet, amíg a régi adósság az egyesülés előtti szint piaci értékéig süllyed. Itt a feltevés az, hogy a hitelszerződések megengedik az adósság ilyen bővítését és az új hitelezők nem követelnek prémiumot a magasabb adósságarányból eredően. Higgins – Schall elemzésük **2. lépésében feloldják a társasági adó nélküli világ feltevését**, ám a csőd költségek továbbra is figyelmen kívül maradnak. A (6.7)-(6.9) egyenletek érvényesek a társasági adó figyelembevételével is. A csőd költség nélküli modellben – melynek alapja a módosított Modigliani – Miller hipotézis – egyrészt nem látható be az, hogy miért nem lehet egy vállalat teljesen idegen finanszírozású. Másrészt pedig nem egyértelműen dönthetjük el azt, hogy vajon előnyös-e egy vállalati egyesülés – a közölt feltevések mellett – a részvényesek számára. Abból eredően, hogy a régi vállalat létező kötelezettségei prémium fizetése nélkül megválthatók, így a fúzióval a hitelező vagyoni pozíciója javul a részvényesek terhére. A részvényesek pozíciójának ez a romlása szemben áll az adósságarány emelkedéséből eredő adóvédelem hatásával. Tehát a **fúzió pénzügyi előnye attól függ, hogy a két hatás közül melyiknek nagyobb a kvantitatív dominanciája**.

Higgins – Schall figyelembe veszi a **csőd költségeket** is az utolsó, **3. lépésben**. A vállalati adózás utáni pénzáram a (6.10) egyenlet szerint határozható meg:

$$Y_j^G = EBIT_j - T_C \times (EBIT_j - k_{D_j}) - BC_j \quad j = A, B, AB \quad (6.10)$$

ahol  $EBIT_j$  = a  $j$ -edik vállalat kamat- és adófizetés előtti jövedelme  
 $k_{D_j}$  = a  $j$ -edik vállalat kamatfizetése  
 $BC_j$  = a  $j$ -edik vállalat csőd költsége  
 $T_C$  = az aktuális társasági adórata

Mivel  $BC_{AB} \leq BC_A + BC_B$  lehet, ezért érvényes

$$Y_{AB}^G \leq Y_A^G + Y_B^G \quad (6.11)$$

Összesen **6 szituáció** különböztethető meg:

- I.**  $A$ ,  $B$  és  $AB$  fizetőképes marad.
- II.**  $A$  fizetése képtelen,  $B$  és  $AB$  fizetőképes.
- III.**  $B$  fizetése képtelen,  $A$  és  $AB$  fizetőképes.
- IV.**  $A$  fizetőképes,  $B$  és  $AB$  fizetése képtelen.
- V.**  $B$  fizetőképes,  $A$  és  $AB$  fizetése képtelen.
- VI.**  $A$ ,  $B$  és  $AB$  fizetése képtelen lesz.

Amennyiben most eltekintünk az adósságarány megváltoztatásától, úgy a csőd költsége hatása a vállalati értékre attól függ, hogy melyik szituáció következik be. Érvényes a (6.11) reláció, valamint az *economies of scale* a csőd költsége szempontjából  $BC_{AB} < BC_A + BC_B$  és/vagy  $BC_{AB} > BC_A$  vagy  $BC_{AB} > BC_B$ . Az a feltételezés, hogy  $BC_{AB} < BC_A + BC_B$  és  $BC_{AB} > BC_A$ , a csőd költségek a végrehajtott fúzió után nagyobbak ahhoz képest, mikor a vállalatok egymástól függetlenek. Ez éppen az V. szituáció.

A csőd költségek szempontjából az egyesülés egyértelműen akkor **előnyös, ha**  $BC_{AB} < BC_A + BC_B$ ,  $BC_{AB} < BC_A$  és  $BC_{AB} < BC_B$  **érvényes**. Ebben az esetben a vállalat piaci értéke az egyesülés után magasabb – hatékony tőkepiac feltevése esetén – mint az autonóm vállalatok piaci értékének összege.

### 6.2.3.3. Scott modellje

Scott (1977, 1635-1650) a fúzió kiválasztásának egy olyan modelljét formulázta meg, amely **tekintetbe veszi a nem szerződéses kötelezettségeket ( $C$ ), a csőd költségeket ( $BC$ ), a társaságiadó rátát ( $T_C$ ) és a kölcsönszerződésből eredő kötelezettségvállalást ( $k_D$ )**. A modell **kétperiódusú**, magában foglalja a 0. és az 1. periódust. Az 1. periódus a jövő, amely bizonytalan abban az értelemben, hogy az  $n$  lehetséges szituációból egy bekövetkezik. A befektetőknek az adott szituációk bekövetkezési valószínűsége szempontjából nincsen homogén várakozásuk. Az elemzés a **nem szerződéses kötelezettségekre ( $C$ )**, például perköltségek, ÁFA, TBJ stb. is vonatkozik, amelyek csekélyebb prioritással bírnak, mint a felvett hitelek. Nagyságuk a fúzióval változatlanok maradnak. (A nem szerződéses kötelezettségek jogosultjai a nem biztosított hitelezők.)

Az  $A$  vállalat részvénytőkéjének értékét az 1. periódusban, az  $i$ -edik szituáció bekövetkezésekor a következőképpen írhatjuk fel:

$$V_{A_i}^E \leq (1 - T_C) \max(Y_{A_i} - C_{A_i} - k_{D_A}, 0) \quad i = 1, 2, \dots, n \quad (6.12)$$

ahol  $V_{A_i}^E$  = az  $A$  vállalat részvénytőkéjének értéke az  $i$ -edik szituációban

- $Y_{A_i}$  = az  $A$  vállalat *cash flow*-ja az  $i$ -edik szituációban  
 $C_{A_i}$  = az  $A$  vállalat nem szerződéses kötelezettsége az  $i$ -edik szituációban  
 $T_C$  = az érvényes társaságiadó ráta  
 $k_{D_A}$  = az  $A$  vállalat kamatfizetése<sup>32</sup>

Felírhatjuk az  $A$  vállalat idegen tőkéjének értékét is az 1. periódusban az  $i$ -edik szituáció bekövetkezésénél az alábbi formában:

$$V_{A_i}^D = \begin{cases} k_{D_A}, & \text{ha } Y_{A_i} \geq (k_{D_A} + C_{A_i}) \\ \min(k_{D_A}, Y_{A_i} - BC_{A_i}) & \text{az összes többi esetben} \end{cases} \quad (6.13)$$

ahol  $BC_{A_i}$  = az  $A$  vállalat csőd költsége az  $i$ -edik szituációban

A (6.13) egyenlet 2. sora figyelembe veszi azt, hogy a  $C$ -nek alárendelt szerepe van, vagyis az adósság előtt már létezett.

A fúzió hatásait elemezhetjük egy teljesen saját finanszírozású vállalat esetében.

A (6.14) egyenlettel meghatározhatjuk a  $B$  vállalat  $A$ -val történő egyesülés részvénytőkéjének értékét:

$$V_{AB_i}^E \leq (1 - T_C) \max(Y_{A_i} - C_{A_i} + Y_{B_i} - C_{B_i}, 0) \quad (6.14)$$

$$V_{AB_i}^E \leq (1 - T_C) \max(Y_{A_i} - C_{A_i}, 0) + (1 - T_C) \max(Y_{B_i} - C_{B_i}, 0) \quad (6.15)$$

és ezért

$$V_{AB}^E \leq V_A^E + V_B^E \quad (6.16)$$

A (6.15) reláció kimondja azt, hogy egy másik, teljesen saját finanszírozású vállalat felvásárlása soha nem lehet profitábilis. A vegyes finanszírozású vállalat értékét a (6.12) és (6.13) egyenlet összegzésével határozhatjuk meg a (6.17) egyenlet alapján:

$$V_{A_i}^G = \begin{cases} (1 - T_C) \times (Y_{A_i} - C_{A_i}) + T_C \times k_{D_A}, & \text{ha } Y_{A_i} \geq (k_{D_A} + C_{A_i}) \\ \min(k_{D_A}, Y_{A_i} - BC_{A_i}) & \text{az összes többi esetben} \end{cases} \quad (6.17)$$

Ha az  $A$  vállalat felvásárolja  $B$  vállalatot, akkor az egyesült vállalatok értéke az 1. periódusban az alábbi:

$$V_{AB_i}^G = \begin{cases} (1 - T_C) \times (Y_{A_i} - C_{A_i} + Y_{B_i} - C_{B_i}) + T_C \times (k_{D_A} + k_{D_B}) = p, & \text{ha } p > (k_{D_A} + k_{D_B}) \\ \min(k_{D_A} + k_{D_B}, Y_{A_i} + Y_{B_i} - BC_{AB_i}) & \text{az összes többi esetben} \end{cases} \quad (6.18)$$

<sup>32</sup> Az egyszerűség kedvéért a hitelezők felé esedékes fizetéseket a 'kamatfizetés' megnevezés jelöli (Scott 1977, 1637).

<sup>33</sup> A maximalizálási függvény tulajdonsága az, hogy  $(v + w, 0) \leq \max(v, 0) + \max(w, 0)$ .

Ahogy Higgins – Schall modelljében, Scott is hat lehetséges fizetőképesség/csőd kombinációt különböztet meg két autonóm, illetve az egyesült cég számára. A modell abból a feltevésből ered, hogy  $BC_{AB_i} < BC_{A_i} + BC_{B_i}$ , azaz fennáll az *economies of scale* a csőd költségek szempontjából. A **6-39. táblázat** mutatja a részvényes és a hitelező vagyonának incrementális értékváltozását a hat lehetséges esetre.

**6-39. táblázat: A részvényes és a hitelező vagyonának incrementális értékváltozása az 1. periódusban a vállalati egyesülés következményeként ( $\Delta V = V_{AB_i} - V_{A_i} - V_{B_i}$ )**

Megnevezés	<b>AB</b> fizetőképes
<b>AB</b> fizetőképes <sup>34</sup>	—
<b>A</b> fizetőképes, <b>B</b> csőd	$T_C \times (k_{D_B} + C_{B_i} - Y_{B_i}) - C_{B_i} +$ $+ \max(BC_{B_i}, Y_{B_i} - k_{D_B})$
<b>A</b> csőd, <b>B</b> fizetőképes	$T_C \times (k_{D_A} + C_{A_i} - Y_{A_i}) - C_{A_i} +$ $+ \max(BC_{A_i}, Y_{A_i} - k_{D_A})$
	<b>AB</b> csőd
<b>AB</b> fizetőképes	nem értelmezhető
<b>A</b> fizetőképes, <b>B</b> csőd	$T_C \times (Y_{A_i} - C_{A_i} - k_{D_A}) +$ $+ C_{A_i} + \max(Y_{B_i} - BC_{AB_i}, k_{D_A} + k_{D_B} - Y_{A_i}) -$ $- \min(Y_{B_i} - BC_{B_i}, k_{D_B})$
<b>A</b> csőd, <b>B</b> fizetőképes	$T_C \times (Y_{B_i} - C_{B_i} - k_{D_B}) +$ $+ C_{B_i} + \max(Y_{A_i} - BC_{AB_i}, k_{D_A} + k_{D_B} - Y_{B_i}) -$ $- \min(Y_{A_i} - BC_{A_i}, k_{D_A})$
<b>AB</b> csőd	$\min(Y_{A_i} + Y_{B_i} - BC_{AB_i}, k_{D_A} + k_{D_B}) -$ $- \min(Y_{A_i} - BC_{A_i}, k_{D_A}) -$ $- \min(Y_{B_i} - BC_{B_i}, k_{D_B})$

*Forrás:* Saját szerkesztés

A **6-39. táblázat** interpretálásának megkönnyítéséhez röviden megmagyarázzuk azt az esetet, amelyben **A** csődbe jutna és a **B**, valamint az **AB** egyesülés fizetőképes maradna:

<sup>34</sup> Az „**A, B** fizetőképes” azt jelenti, hogy ha **A** és **B** függetlenségüket megőriznék, akkor az 1. periódusban az *i*-edik szituáció bekövetkezésénél egyik vállalat sem jutna csődbe. A többi lehetőséget analóg módon interpretálhatjuk.

$$\begin{aligned}
\Delta V_i &= V_{AB_i}^G - V_{A_i}^G - V_{B_i}^G \\
\Delta V_i &= (1 - T_C) \times (Y_{A_i} - C_{A_i} + Y_{B_i} - C_{B_i}) + T_C \times (k_{D_A} + k_{D_B}) - (1 - T_C) \times (Y_{B_i} - C_{B_i}) - \\
&\quad - T_C \times k_{D_B} - \min(k_{D_A}, Y_{A_i} - BC_{A_i}) \\
\Delta V_i &= Y_{A_i} - C_{A_i} - T_C \times Y_{A_i} + T_C \times C_{A_i} + T_C \times k_{D_A} - \min(k_{D_A}, Y_{A_i} - BC_{A_i}) \quad (6.19) \\
\Delta V_i &= T_C \times (k_{D_A} + C_{A_i} - Y_{A_i}) - C_{A_i} + Y_{A_i} - \min(Y_{A_i} - BC_{A_i}, k_{D_A}) \\
\Delta V_i &= T_C \times (k_{D_A} + C_{A_i} - Y_{A_i}) - C_{A_i} + Y_{A_i} + \max(BC_{A_i} - Y_{A_i}, -k_{D_A}) \\
\Delta V_i &= T_C \times (k_{D_A} + C_{A_i} - Y_{A_i}) - C_{A_i} + \max(BC_{A_i}, Y_{A_i} - k_{D_A}) \stackrel{?}{\geq} 0.
\end{aligned}$$

A (6.19) egyenlet nagyobb is, kisebb is lehet, mint nulla.

A fenti eredményekhez néhány megjegyzést kell fűznünk: az *A* vállalat *B*-vel történő egyesülése nélkül az adóelőnyt elveszíti. Formálisan az adóelőny azon keresztül nyilvánul meg, hogy  $T_C$ -t a **6-39. táblázatban** egy nem negatív számmal szorozzuk. A (6.19) egyenletben a  $(k_{D_A} + C_{A_i} - Y_{A_i})$  kifejezésnek nullánál nagyobboknak kell lenni, mivel *A* feltételezés szerint fúzió nélkül csődbe jutna, azaz  $Y_{A_i} < (k_{D_A} + C_{A_i})$ .

A Scott által bevezetett nem szerződéses kötelezettségek a fúzió végrehajtása után mind pozitívan, mind pedig negatívan befolyásolják a vállalati értéket. Annál az esetnél, amikor *AB* fizetőképes marad, a nem szerződéses kötelezettségek negatívan hatnak. Ebben az esetben a hitelezők kevesebben maradnak, mert a fizetőképes vállalat *cash flow*-ja részben a csődbe jutott vállalat egyesülés nélküli, nem szerződéses kötelezettségeinek teljesítését szolgálja. Ezzel szemben, ha az egyik vállalat a másikat csődbe rántja, akkor a hitelező pozíciója kedvezőbb, mintha mindkét vállalat független lenne. Ilyen helyzetben azok a kifizetések, amelyek a fizetőképes (nem egyesült) cég által kerültek volna kifizetésre a nem biztosított hitelezőknek, ezeket átváltoztatták olyan kifizetéssé, amelyeket a csődbement (nem egyesült) vállalat kötvényesének kell fizetni. (Ennek az esetnek a gyakorlati jelentősége a nem szerződéses kötelezettségek aktuális nagyságától függ.)

A **csődköltségek** olyan esetekben **hatnak pozitívan a vállalati értékre**, amikor **egy önálló vállalat fizetőképtelen, s az egyesült vállalat viszont fizetőképes marad**, mivel az egyik céget megvédi a csődtől és megtakarítják költségeit. Fordított esetben a csődköltségek negatívan hatnak a vállalati értékre akkor, ha mind az egyesülés, mind az egymástól független vállalatok közül legalább az egyik csődbe jut. **Egy nagy, stabil és egy kis, jövedelmező, de nem stabil cég közötti egyesülés csökkenti a jövőbeli csődköltségek jelenlegi értékét, ami csökkenti az összköltséget, ezáltal emelkedik a jövőbeli csődköltségek jelenlegi értéke** (Scott 1977, 1646).

#### 6.2.3.4. Egy számszerű bizonyítás

Igazoljuk azt, hogy egyesülésnél **az adósságkapacitás emelése nem szükségszerű feltevése egy magasabb vállalati értéknek!** Ezt egyszerű számpéldával illusztráljuk.

Két eset (1. és 2.) lehetséges. Legyen a nem szerződéses kötelezettségek értéke nulla. Az első periódusban mind az 1., mind a 2. szituáció bekövetkezési valószínűsége 0,4. A társasági adóráta 9%. Becsültük a pénzáramok és a csődköltségek nagyságát, amelyet a **6-40. táblázat** mutat.

**6-40. táblázat: Az autonóm és egyesült vállalatok pénzáramának és csődkielégének nagysága (millió HUF)**

Megnevezés	A fizetőképés vállalat cash flow -ja			Csődkielégések		
	A	B	AB	A	B	AB
1. eset	$Y_{A_1} = 20$	$Y_{B_1} = 25$	$Y_{AB_1} = 45$	$BC_{A_1} = 4$	$BC_{B_1} = 10$	$BC_{AB_1} = 13$
2. eset	$Y_{A_2} = 30$	$Y_{B_2} = 20$	$Y_{AB_2} = 50$	$BC_{A_2} = 10$	$BC_{B_2} = 5$	$BC_{AB_2} = 11$

Forrás: Saját számításokon alapuló szerkesztés

A közreadott számításokban azt vizsgáljuk, hogy milyen adóssághozzájárulás és -méret optimális a vállalat számára. A módosított Modigliani – Miller hipotézist alapul véve, a vállalat relatíve magas adósság elérésére törekszik. Ez elérhető akkor, ha az idegentőke juttatókat megillető folyó fizetési kötelezettségek azonosak a vállalat adózás előtti *cash flow*-jával. Tehát mindig érdemes növelni az adósság optimális szintjét annyira, hogy ez a pénzáramok egyikével legyen egyenlő. Ez azért van, mert mindig emelkedhet az optimális adósságszint a következő legmagasabb pénzáramig, ily módon a jövőbeli adósság visszafizetésének jelenlegi értéke csökken anélkül, hogy a csődkielégések belépésével kellene számolnunk. Bizonytalanságnál is kiszámítható az optimális adóssághozzájárulás, amennyiben a hitelezők felé történő kifizetések megfelelnek az 1. vagy 2. szituáció pénzáramának. Az optimális adóssághozzájárulásnál a vállalati érték maximális.

A (6.17) és a (6.18) egyenletek alkalmazásával következő eredményeket kapjuk:

**Egyesülés nélkül:**

$$k_{D_A} = Y_{A_1} = 20 \text{ millió HUF}$$

$$1. \text{ eset } V_{A_1}^G = (1 - 0,09) \times 20 + 0,09 \times 20 \quad 20 \times 0,4 = 8$$

$$2. \text{ eset } V_{A_2}^G = (1 - 0,09) \times 30 + 0,09 \times 20 \quad 29,1 \times 0,4 = 11,64$$

$$V_{A(20)}^G = \underline{\underline{19,64 \text{ millió HUF}}}$$

$$k_{D_A} = Y_{A_2} = 30 \text{ millió HUF}$$

$$1. \text{ eset } V_{A_1}^G = \min(30, 20 - 4) \quad 16 \times 0,4 = 6,4$$

$$2. \text{ eset } V_{A_2}^G = (1 - 0,09) \times 30 + 0,09 \times 30 \quad 30 \times 0,4 = 12$$

$$V_{A(30)}^G = \underline{\underline{18,4 \text{ millió HUF}}}$$

Tehát az **A vállalat számára az optimális adóssághozzájárulás 20 millió HUF**, mert  $V_{A(20)}^G > V_{A(30)}^G$ , azaz  $19,64 > 18,4$  millió HUF.

A fenti számításokat, a megfelelő adatokkal elvégezve, **B vállalat számára** azt kapjuk, hogy **25 millió HUF az optimális adóssághozzájárulás**, mivel  $V_{B(25)}^G = 17,8 > V_{B(20)}^G = 15,82$  millió HUF.

**Egyesülés esetében:**

Legyen azonos a kamatfizetés a fúzió előtt és után  $k_{D_{AB}} = 55$  millió HUF.

$$1. \text{ eset } V_{AB_1}^G = \min(55, 45 - 13) \quad 32 \times 0,4 = 12,8$$

$$\text{2. eset } V_{AB_2}^G = \min(55, 50 - 11) \quad 39 \times 0,4 = 15,6$$

$$V_{AB(55)}^G = \underline{\underline{28,4 \text{ millió HUF}}}$$

Az adósság a fúzió után  $Y_{A_1} + Y_{B_1} = 45$  millió HUF.

$$\text{1. eset } V_{AB_1}^G = (1 - 0,09) \times 45 + 0,09 \times 45 \quad 45 \times 0,4 = 18$$

$$\text{2. eset } V_{AB_2}^G = (1 - 0,09) \times 50 + 0,09 \times 45 \quad 49,55 \times 0,4 = 19,82$$

$$V_{AB(45)}^G = \underline{\underline{37,82 \text{ millió HUF}}}$$

Az adósság a fúzió után  $Y_{A_2} + Y_{B_2} = 50$  millió HUF

$$\text{1. eset } V_{AB_1}^G = \min(50, 45 - 13) \quad 32 \times 0,4 = 12,8$$

$$\text{2. eset } V_{AB_2}^G = (1 - 0,09) \times 50 + 0,09 \times 50 \quad 50 \times 0,4 = 20$$

$$V_{AB(50)}^G = \underline{\underline{32,8 \text{ millió HUF}}}$$

A példa eredménye is alátámasztja Scott állítását. A fúzió utáni 45 millió HUF optimális adósság nem haladja meg az egyes vállalatok – fúzió előtti – adósságának összegét. A mindenkor optimális adósságnál az egyesült vállalat értéke ( $V_{AB}^G = 37,82$  millió HUF) nagyobb, mint az autonóm vállalati értékek összege ( $V_A^G + V_B^G = 19,64 + 17,8$ ), ami 37,44 millió HUF. A közölt példa igazolta azt, hogy **a vállalati fúzió a vállalati értéket növelheti anélkül, hogy az optimális adósságkapacitás nagyobb lenne, mint két egymástól független vállalat adósságainak összege.**

**A fúziók tisztán pénzügyi elemzése a csőd bekövetkezési valószínűségének csökkentését hangsúlyozza. Amennyiben magas a csőd költségek szintje, úgy az adósságkapacitás megemelkedik az egyesülés által. Ez azonban a részvényesek gazdagságát a hitelezőkre viszi át. Láttuk azt, hogy a csőd költségek relatív mértékének feltételezése mellett a résztvevő vállalatok pénzáramai közötti korreláció és különböző befektetők kockázatvállalási hajlandósága szerint változatos alternatív modellek fejleszthetők ki. Ezek a modellek megjósolják az adósságkapacitás hatásainak eredményeit.**

#### 6.2.4. Az M&A értéknövekedése: A szinergiák típusai és értékelése (KUCSÉBER LÁSZLÓ ZOLTÁN)

Ebben a fejezetben olyan értékelési eljárásokkal foglalkozunk, amelyekkel meghatározhatjuk a felvásárló- és a céltársaságok értékét az M&A tranzakció előtt és után egyaránt. Itt 5 olyan diszkontált pénzáram módszerről (*DCFM = Discounted Cash Flow Method*) lesz szó, amelyekben a szabad cash flow (*FCF = Free Cash Flow*) eltérő tartalommal szerepel. Itt nem hagyhatjuk említés nélkül azt, hogy a Kerler modell kivételével, a közölt modellek „kétszakaszosak”, azaz van egy tervezési és van egy „végtelenségig” tartó ún. „horizont” időszak. A tervezési szakasz megnevezésére a szerzők egyaránt használják a stratégiai tervezési időtartam, az előrejelzési periódus és az értéknövekedési periódus kifejezéseket is. Amíg Rappaport a „horizont” szakaszra az „előrejelzési időszakon túli periódus” kifejezést használja, addig Damodaran azt közli, hogy hányadik évtől kezdődik a „végtelenségig tartó 2. szakasz”.

##### 6.2.4.1. Damodaran modellje

A felvásárlásban érintett vállalatokat egymástól függetlenül értékeljük a várható cash flow súlyozott átlagos tőke költség mellett történő diszkontálással. Az egyesült vállalat szinergia



nélküli értékét az egyes vállalatok értékeinek összegzésével nyerjük. Ezután a szinergia hatásait beépítjük a várható növekedési rátákba és a cash flow-ba, majd az egyesült vállalatot újraértékeljük.

A szinergia értékelés lépései a következők:

1. Külön a felvásárló- és a céltársaság pénzáramlásait számítjuk. Ezután az egyesült vállalat pénzáramlásait tervezzük a szinergiahatások figyelembevétele nélkül.
2. Kalkuláljuk az egyesült cég tulajdonosi szabad pénzáramlását (*Free Cash Flow to Equity = FCFE*) nagyságát oly módon, hogy összeadjuk a különálló cégek FCFE értékeit.<sup>35</sup>
3. A szinergiahatásokat számszerűen beépítjük az egyesült vállalat cash flow kimutatásába.
4. Kiszámoljuk az egyesült vállalat értékét.
5. Meghatározzuk a szinergiából származó haszon nagyságát, amely az egyesült vállalat szinergiahatással figyelembe vett értéke és a szinergia hatás nélküli érték különbsége.

Damodaran modelljét egy példával szemléltetjük. Az első lépésben értékeljük az „F” felvásárló vállalatot és a „C” céltársaságot. A **6-41. táblázat** közli az értékeléshez szükséges adatokat.

**6-41. táblázat: A felvásárló vállalat és a céltársaság pénzügyi adatai**

Információk	„F”	„C”
Árbevétel ( $Sales = S_0$ )	869,57 ezer USD	666,67 ezer USD
Árbevétel növekedési rátája ( $Growth\ Sales = G_S$ )	15%	20%
Operatív költségek (értékcsökkenési leírás is) az árbevétel %-ban ( $Operating\ Costs\ in\ Sales = OCS$ )	70%	75%
Társasági adókulcs ( $Corporate\ Taxes = T_C$ )	35%	35%
Kamatfizetés ( $Interest = I$ )	100 ezer USD	100 ezer USD
Értékcsökkenési leírás ( $Amortization = A$ )	50 ezer USD	75 ezer USD
Beruházási kiadás ( $Capital\ Expenditure = CapEx$ )	75 ezer USD	100 ezer USD
Pótlólagos forgótőke az árbevétel növekmény %-ában ( $\Delta Working\ Capital = \Delta WC$ )	5%	5%
Béta ( $\beta$ )	1,10	1,25

*Forrás:* Damodaran <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> kiegészítve és módosítva

A felvásárló és a céltársaság FCFE értékét kalkuláljuk a (6.20) képlet alkalmazásával:

$$FCFE = [S \times (1 - OCS) - I] \times (1 - T_C) + A - CapEx - \Delta WC \quad (6.20)$$

Az „F” cég FCFE számítása az 1. évben az **6-41. táblázatban** található adatok és az (6.20) képlet alkalmazásával:

$$FCFE = [1000 \times (1 - 0,7) - 100] \times (1 - 0,35) + 50 - 75 - (0,05 \times 130,43) = 98,48 \text{ ezer USD}$$

A „C” vállalat FCF értéke az 1. évben 33,33 ezer USD az alábbi számítás szerint:

$$FCFE = [800 \times (1 - 0,75) - 100] \times (1 - 0,35) + 75 - 100 - (0,05 \times 133,33) = 33,33 \text{ ezer USD}$$

Az egyesült vállalat FCFE értéke a szinergia hatások figyelembe vétele nélkül az „F” és a „C” vállalatok FCF értékeinek összege. Ezután az „F”, a „C” és az egyesült cégek jelenértékének meghatározásához kalkuláljuk a tőkeköltséget. Az SML (*Security Market Line*) egyenes egyenletét alkalmazva a tőkeköltség számításához, amelyhez szükséges a kockázatmentes kamatláb 6%, a kockázatmentes kamatrátá feletti piaci kockázati prémium 5,50% és a béta nagysága 1,1. Az „F” felvásárló vállalat tőkeköltségére az alábbi eredményt nyerjük:

$$6\% + 1,10 \times 5,50\% = 12,05\%$$

<sup>35</sup> Damodaran ebben a modellben csak az értékesítés növekedésből eredő szinergiákat veszi figyelembe.

A „C” céltársaság tőkeköltsége a következő lesz:

$$6\% + 1,25 \times 5,50\% = 12,88\%$$

A **6-42. táblázat**ban közreadott árbevétel növekedési rátákkal meghatározzuk a szinergia nélkül figyelembe vett egyesült vállalat árbevételének növekedési rátájának súlyozott átlagát az előrejelzési periódusra:

$$15\% \times \left( \frac{98,48}{98,48 + 33,33} \right) + 20\% \times \left( \frac{33,33}{98,48 + 33,33} \right) \approx 16,26\%$$

Ezután számoljuk az egyesült vállalat várható árbevétel növekedési rátáját a horizonton:

$$\frac{6\% \times \left[ 98,48 \times (1 + 0,15)^5 \right]}{98,48 \times (1 + 0,15)^5 + 33,33 \times (1 + 0,20)^5} + \frac{7\% \times \left[ 33,33 \times (1 + 0,20)^5 \right]}{98,48 \times (1 + 0,15)^5 + 33,33 \times (1 + 0,20)^5} \approx 6,3\%$$

**6-42. táblázat: Az árbevétel várható növekedési rátája (%)**

Megnevezés	„F”	„C”	„F” + „C” (szinergiák nélkül)	„F” + „C” (szinergiával)
Árbevétel várható növekedési rátája az előrejelzési időszak 1-5. évében	15,00	20,00	16,26	20,00*
Árbevétel várható növekedési rátája a horizonton	6,00	7,00	6,30	7,00*

\* A szerző tényadatként közli a szinergiával figyelembe vett növekedési ráták nagyságát.

Forrás: Damodaran <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Az „F” vállalat éves FCF értékei az 1-5. évben az árbevétel 15%-os várható növekedési rátája mértékében növekszik, így az 5. évben 198,07 ezer USD lesz.

Az „F” cég értékét a horizonton a Gordon – Shapiro modellt felhasználva kapjuk:

$$198,07 \times \frac{(100 + 0,06)}{(0,1205 - 0,06)} = 3\,470,40 \text{ ezer USD}$$

Ezután kapjuk az „F” vállalat SML egyenes egyenletével számolt tőkeköltséggel diszkontált jelenértékét  $PV_F$  az alábbi módon:

$$PV_F = \frac{113,25}{1,1205} + \frac{130,24}{1,1205^2} + \frac{149,77}{1,1205^3} + \frac{172,24}{1,1205^4} + \frac{198,07 + 3\,470}{1,1205^5} = 2\,497,48 \text{ ezer USD}$$

A „C” vállalat értékéhez a horizonton szintén a Gordon-Shapiro modellt felhasználva jutunk:

$$82,94 \times \frac{(100 + 0,07)}{(0,1288 - 0,07)} = 1\,510,64 \text{ ezer USD}$$

A „C” vállalat diszkontált jelenértékeit a stratégiai előrejelzési periódusra az „F” vállalatéhoz hasonló módon tudjuk kalkulálni:

$$PV_C = \frac{40,00}{1,1288} + \frac{40,48}{1,1288^2} + \frac{57,60}{1,1288^3} + \frac{69,12}{1,1288^4} + \frac{82,94 + 1\,510,64}{1,1288^5} = 1\,025,48 \text{ ezer USD}$$

Az egyesült társaság szinergia nélkül figyelembe vett FCF értékeit az „F” és a „C” vállalatok FCF értékeinek összeadásával kapjuk.

Mivel a felvásárló- és a céltársaság bétája ( $\beta_F$  és  $\beta_C$ ) a **6-43. táblázatban** adott volt és a  $PV_F$  és a  $PV_C$  értéket az előbb számoltuk, az egyesült vállalat bétájának súlyozott átlagos értékét a (6.21) szerint számoljuk:

$$\beta_{F+C} = \beta_F \times \left( \frac{PV_F}{PV_F + PV_C} \right) + \beta_C \times \left( \frac{PV_C}{PV_F + PV_C} \right) \quad (6.21)$$

A (6.21) kifejezésbe számokkal helyettesítve:

$$1,10 \times \left( \frac{2\,497,48}{2\,497,48 + 1\,025,48} \right) + 1,25 \times \left( \frac{1\,025,48}{2\,497,48 + 1\,025,48} \right) = 1,14$$

Az egyesült vállalat 1,14 bétája meghaladja a felvásárló cég 1,1 bétáját, de alacsonyabb a céltársaság 1,25 bétájához képest. Ezután számolhatjuk az egyesült vállalat tőkeköltségét szintén az SML egyenletével:

$$6\% + 1,14 \times 5,50\% = 12,29\%$$

Az „F” és a „C” társaságok horizont értéke együtt adja az egyesült vállalat szinergia nélküli horizont értékét, amely 4 981,04 ezer USD, míg az „F” és a „C” társaságok szinergia nélküli jelenértéke 3 523,56 ezer USD, amelyet az egyesült vállalat FCF értékeinek 12,29 százalékos tőkeköltséggel történő diszkontálásával kapunk. Az eredményeket összegezzük a **6-43. táblázatban**.

**6-43. táblázat: Az „F”, a „C” és az egyesült társaság szinergia nélkül számolt FCF értékei (ezer USD)**

Év	„F”	„C”	„F”+„C” szinergia nélkül
1	113,25	40,00	153,25
2	130,24	48,00	178,24
3	149,77	57,60	207,37
4	172,24	69,12	241,36
5	198,07	82,94	281,02
<b>FCF értéke a horizonton</b>	<b>3 470,40</b>	<b>1 510,64</b>	<b>4 981,04</b>
<b>Jelenérték</b>	<b>2 497,48</b>	<b>1 025,48</b>	<b>3 523,56</b>

Forrás: Damodaran <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Most pedig rátérek az egyesült vállalat szinergiával figyelembe vett értékének kalkulálására. Az egyesült vállalat FCF értékét 1-5. évben az „F” és a „C” vállalathoz hasonlóan számoljuk. Az egyesült vállalat FCF értéke 98,48 + 33,33 ezer USD, amely az 1-5. évben a 20%-os árbevétel növekedési rátával arányosan növekszik, mert a többi tervezési paraméter változatlan marad:

$$131,81 \text{ ezer USD} \times 1,2 = 158,17 \text{ ezer USD}$$

A **6-44. táblázatban** meghatároztuk az egyesült cég 5. évének szinergiával figyelembe vett FCF nagyságát, amely 327,99 ezer USD. Ezután kapjuk az egyesült vállalat szinergiával figyelembe vett értékét a horizonton szintén a Gordon – Shapiro modell alkalmazásával:

$$327,99 \times \frac{(100 + 0,07)}{(0,1229 - 0,07)} = 6\,634,01 \text{ ezer USD}$$

Az eredményeket a **6-44. táblázat** tartalmazza.

**6-44. táblázat: Az egyesült vállalat szinergiával figyelembe vett vállalat értéke**  
(ezer USD)

Év	„F” + „C” szinergiával
1.	158,17
2.	189,81
3.	227,77
4.	273,32
5.	327,99
<b>FCF értéke a horizonton</b>	<b>6 634,01</b>
<b>Jelenérték</b>	<b>4 523,83</b>

Forrás: Damodaran <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Ha az egyesült vállalat 4 523,83 ezer USD szinergiával figyelembe vett jelenértékéből kivonjuk a 3 523,56 ezer USD szinergia nélküli jelenértéket, akkor megkapjuk a szinergia értékét, amely 1 000,27 ezer USD. Ha a szinergia értékét hozzáadjuk a „C” vállalat jelenértékéhez, akkor megkapjuk a maximálisan fizetendő vételárat, amely 2 025,74 ezer USD (Uzik 2010; Damodaran, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>)

#### 6.2.4.2. Kerler modellje

Ez a modell is a FCF, a tőkeköltség és az FCF növekedési rátájának kalkulálására épül. A modell célja: a becsült szinergia hatásokat számszerűsíteni. A számítás folyamata a következő (Uzik 2013, 102-106):

1. A céltársaságot értékeljük a várható cash flow WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) rátával történő diszkontálásával.
2. Az egyesült vállalat értékének meghatározása a szinergiák figyelembevétele nélkül.
3. Meghatározzuk a várható cash flow nagyságát és annak növekedési ütemét, valamint a tőkeköltségeket, amelyekben a potenciális szinergia hatásokat figyelembe vesszük.
4. A szinergia értékének meghatározása, amelyet az egyesült vállalat a szinergiák figyelembevételével és a szinergiák nélkül számított értékének a különbsége alkot.

A Kerler modellt is egy példával szemléltetem. Az „F” felvásárló és a „C” céltársaság pénzügyi adatait a **6-45. táblázat** tartalmazza.

**6-45. táblázat: Az „F” és a „C” vállalat pénzügyi adatai**

Megnevezés	„F”	„C”
Árbevétel (ezer EUR)	10 000	5 000
Működési költségek (ezer EUR)	8 000	3 500
Adó- és kamatfizetés előtti eredmény ( <i>Earnings Before Interest and Taxes</i> = EBIT) (ezer EUR)	2 000	1 500
Az FCF növekedési ráta = $g$ (%)	4	6
Tőkeköltség = $k$ (%)	9	10
Társasági adó = $T_C$ (%)	33	

Forrás: Uzik <http://www.ekf.tuke.sk/files/Unternehmensbewertung.pdf>

A (6.22) szerint meghatározzuk az „F” és a „C” vállalatok szabad pénzáramát, amely az EBIT adózás utáni nagysága:

$$FCF = EBIT \times (1 - T_C) \quad (6.22)$$

$$\text{„F” vállalat FCF} = 2\,000 \times (1 - 0,33) = 1\,340 \text{ ezer EUR}$$

$$\text{„C” vállalat FCF} = 1\,500 \times (1 - 0,33) = 1\,005 \text{ ezer EUR}$$

Az FCF meghatározása után számolhatjuk a vállalatok értékét a Gordon-Shapiro formula szerint:

$$\text{„F” vállalat értéke} = 1340 \times \frac{1,04}{0,09 - 0,04} = 27\,872 \text{ ezer EUR}$$

$$\text{„C” vállalat értéke} = 1005 \times \frac{1,06}{0,1 - 0,06} = 26\,633 \text{ ezer EUR}$$

Az „F”+„C” egyesült vállalat konstans növekedést feltételező Gordon-Shapiro formulával meghatározott értéke a szinergiák figyelembevétele nélkül 54 505 (= 27 872 + 26 633) ezer EUR.

Az egyesült vállalat WACC súlyozott átlagos tőkekölségét a következőképpen számoljuk:

$$\text{WACC} = 9\% \times \left( \frac{27\,872}{27\,872 + 26\,633} \right) + 10\% \times \left( \frac{26\,633}{27\,872 + 26\,633} \right) = 9,5\%$$

Az egyesült vállalat FCF növekedési rátája a két cég FCF növekedési rátáinak az egyesült cég értékéből az adott cég értékének arányában vett súlyozott átlagos nagysága:

$$4\% \times \left( \frac{27\,872}{27\,872 + 26\,633} \right) + 6\% \times \left( \frac{26\,633}{27\,872 + 26\,633} \right) = 5\%$$

Kerler az az alábbi szinergia hatásokat becsülte<sup>36</sup>:

- A piaci verseny csökkenése miatt az árbevétel 1 százalékkal, 15 000 ezer euróról 15 150 ezer euróra növekedett.
- A működési költségek 3 százalékkal csökkentek, 11 500 ezer euróról 11 155 ezer euróra. Ezután kalkuláljuk az egyesült vállalat EBIT nagyságát: 15 150 – 11 155 = 3 995 ezer EUR.
- A FCF növekedési ráta 5%-ról 5,2%-ra emelkedett.
- A pénzügygazdasági szinergiák lehetővé teszik a tőkekölség csökkentését 9,5%-ról 9,25%-ra (<http://www.ekf.tuke.sk/files/Unternehmensbewertung.pdf>).

A (6.22) szerint kalkuláljuk az egyesült vállalat szinergiával figyelembe vett adózás utáni FCF nagyságát:

$$\text{FCF} = 3\,995 \times (1 - 0,33) = 2\,677 \text{ ezer EUR}$$

Ezután számoljuk az egyesült cég szinergiával figyelembe vett értékét a Gordon-Shapiro felfogásban:

$$2\,677 \times \frac{1,052}{0,0925 - 0,052} = 69\,536 \text{ ezer EUR}$$

A szinergia nagyságát úgy nyerjük, hogy az egyesült vállalat szinergiával kalkulált értékéből levonjuk az egyesült vállalat szinergia nélküli értékét: 69 536 ezer EUR – 54 505 ezer EUR = 15 031 ezer EUR. Tehát ez az M&A által teremtett szinergiák összértéke.

#### 6.2.4.3. Brigham-Erhardt APV modellje

Mivel a kamatfizetés csökkenti a társasági adóalapot, a kormányának alacsonyabb adóbevétele származik egy tőkeáttételes vállalattól, mint egy másik azonos, de nem tőkeáttételes vállalattól. A befektetőknél maradó többlet(pénz) növeli a vállalati értéket. Más szóval: a tőkeáttételes vállalat értéke egyenlő a „nem tőkeáttételes” vállalat és az adósságból eredő adómegettakarítás (kamat adópajzs) értékével. A korrigált jelenérték (*Adjusted Present Value = APV*) modellben

<sup>36</sup> A Kerler modell nem közli a szinergiák becslésének módszerét.

a tőkeáttételes vállalati érték (*Levered Value of the Firm* =  $V_L$ ) az alábbi kettő komponens összege<sup>37</sup>:

1. A nem tőkeáttételes vállalati érték (*Unlevered Value of the Firm* =  $V_U$ )
2. A kamatfizetésből eredő adómegetakarítás értéke (*Value of Tax Shield* =  $V_{TS}$ )

$$V_L = V_U + V_{TS} \quad (6.23)$$

A  $V_U$  nem tőkeáttételes vállalat értéke a (6.24) szerint az  $FCF$  jelenértéke (a nem tőkeáttételes vállalat  $r_{SU}$  saját tőke költségével diszkontálva) és a  $V_{TS}$  adópajzs jelenértéke az  $r_{SU}$  nem tőkeáttételes vállalat saját tőke költségével diszkontálva az (6.25) szerint:

$$V_U = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+r_{SU})^t} \quad (6.24)$$

és

$$V_{TS} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{TS_t}{(1+r_{SU})^t} \quad (6.25)$$

Az 1. lépésben számoljuk a nem tőkeáttételes céltársaság  $r_{SU}$  saját tőkéjének költségét, amelyhez felhasználjuk Modigliani-Miller II. téziséét (6.26):

$$r_{SL} = r_{SU} + (r_{SU} - r_D) \times \left( \frac{D}{S} \right) \quad (6.26)^{38}$$

A vállalati tőkestruktúrában az adósság súlyaránya a  $w_D = \frac{D}{(D+S)}$  és a saját tőke súlyaránya

$w_S = \frac{S}{(D+S)}$ . Ha a  $\frac{D}{S}$  hányadost a  $\frac{w_D}{w_S}$  aránynak tekintjük, s ha ezt behelyettesítjük a (6.26)

egyenletbe, akkor átrendezés után kifejezzük a (6.27) szerint a nem tőkeáttételes saját tőke költséget<sup>39</sup>:

$$r_{SU} = w_S \times r_{SL} + w_D \times r_D \quad (6.27)$$

A 2. lépésben kalkuláljuk az  $FCF$  és a kamatfizetésből eredő évenkénti  $TS$  adómegetakarítás nagyságát. Az adósságból eredő adómegetakarítás a tervezett éves kamatfizetés ( $Interest = k_D \times D$ ) és a  $T_C$  társasági adórata szorzata a (6.28) szerint:

$$TS = k_D \times D \times T_C \quad (6.28)$$

<sup>37</sup> Az APV modellt működő vállalatok értékelésére alkalmazhatjuk.

<sup>38</sup>  $S = Shares$  (részvények piaci értéke).

<sup>39</sup>  $r_{SL} = r_{SU} + (r_{SU} - r_D) \times \left( \frac{D}{S} \right)$

$r_{SL} \times S = r_{SU} \times S + r_{SU} \times D - r_D \times D$

$r_{SL} \times S + r_D \times D = r_{SU} \times (D + S)$

$r_{SU} = \frac{S}{D+S} \times r_{SL} + \frac{D}{D+S} \times r_D$  Behelyettesítve Behelyettesítve  $\frac{w_D}{w_S} = \frac{\frac{D}{(D+S)}}{\frac{S}{(D+S)}}$

$r_{SU} = w_S \times r_{SL} + w_D \times r_D$ , ami éppena (6.27).

A 3. lépésben számítjuk a nem tőkeáttételes vállalat értékét a horizonton ( $HV_{U,N}$ ), amelyben az FCF nagyságát diszkontáljuk a nem tőkeáttételes vállalat saját tőke költségével a horizonton. Ezután kalkuláljuk a kamatfizetésből eredő adómegetakarítás értékét a horizonton ( $HV_{TS,N}$ ), vagyis az adópajzs nagyságát diszkontáljuk a nem tőkeáttételes vállalat saját tőke költségével a horizonton. A Damodaran modellhez hasonlóan a Brigham-Erhardt APV modell is konstans növekedést feltételez a horizonton, ezért alkalmazzuk a (6.29) és (6.30) Gordon-Shapiro konstans növekedési formulát:

$$HV_{U,N} = \frac{FCF_{N+1}}{r_{SU} - g} = \frac{FCF_N \times (1 + g)}{r_{SU} - g} \quad (6.29)$$

$$HV_{TS,N} = \frac{TS_{N+1}}{r_{SU} - g} = \frac{TS_N \times (1 + g)}{r_{SU} - g} \quad (6.30)$$

A 4. lépésben kalkuláljuk az FCF jelenértékét a tervezési időtartamon és a horizonton a (6.31) szerint. Ez a vállalati érték a nem tőkeáttételes vállalatra vonatkozik, vagyis annak az értéke, amivel akkor rendelkezne, ha nem lenne adóssága. Ezután számoljuk a kamatfizetésből eredő adómegetakarítás jelenértékét az előrejelzési időszakokra és a horizontra a (6.32) szerint. A nem tőkeáttételes vállalat értékének és az adópajzs értékének összege lesz egyenlő a tőkeáttételes cég értékével a (6.33) szerint:

$$V_U = \sum_{t=1}^N \frac{FCF_t}{(1 + r_{SU})^t} + \frac{HV_{U,N}}{(1 + r_{SU})^N} \quad (6.31)$$

$$V_{TS} = \sum_{t=1}^N \frac{TS_t}{(1 + r_{SU})^t} + \frac{HV_{TS,N}}{(1 + r_{SU})^N} \quad (6.32)$$

$$V_L = V_U + V_{TS} \quad (6.33)$$

Annak érdekében, hogy megkapjuk a vállalat teljes értékét, az 5. lépésben a (6.33)-ban közölt vállalati értékhez hozzáadjuk a működésben nem levő eszközöket, például a forgalomképes értékpapírokat. A saját tőke értékének meghatározásához vonjuk ki az adósság értékét a vállalat teljes értékéből. Mindezt az alábbi levezetés szemlélteti:

A  $V_U$  tőkeáttétel nélküli vállalati érték  
 + Az adósságból eredő  $V_{TS}$  adópajzs értéke  
 A vállalati érték (6.33 szerint)  
 + A nem működésben levő eszközök értéke  
 A vállalat teljes értéke  
 – Az adósság értéke  
**A saját tőke értéke**

A következő példában az APV modell alkalmazásával történik egy áttételes céltársaság értékelése. Ismertek a Tutwiler cégre vonatkozó pénzügyi adatok a **6-46. táblázat**ban közöltek szerint.

**6-46. táblázat: A Tutwiler cég pénzügyi adatai az M&A ügyletet követően (millió USD)**

Megnevezés	2011	2012	2013	2014	2015
FCF	3,2	3,2	5,6	6,4	6,8
TS	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
g	6%				
W <sub>S</sub>	0,6983				

$w_D$	0,3017
$r_D$	9%
$r_S$	13%

Forrás: Brigham – Ehrhardt (2010, 842)

A nem tőkeáttételes vállalat saját tőke költségét kalkuláljuk a (6.27) szerint:

$$r_{SU} = 0,6983 \times 13\% + 0,3017 \times 9\% = 12\%$$

A Tutwiler cég nem tőkeáttételes saját tőke költsége 12%. A Tutwiler nem tőkeáttételes FCF értékét a horizonton ( $HV_{U,2015}$ ) és az adópajzs értékét a horizonton ( $HV_{TS,2015}$ ) a (6.31) és a (6.32) szerint számoljuk:

$$HV_{U, 2015} = \frac{FCF_{2016}}{r_{SU} - g} = \frac{FCF_{2015} \times (1 + g)}{r_{SU} - g} = \frac{6,8 \times (1,06)}{0,12 - 0,06} = 120,1 \text{ millió USD}$$

$$HV_{TS, 2015} = \frac{TS_{2016}}{r_{SU} - g} = \frac{TS_{2015} \times (1 + g)}{r_{SU} - g} = \frac{1,5 \times 1,06}{0,12 - 0,06} = 26,5 \text{ millió USD}$$

Tehát a Tutwiler nem tőkeáttételes FCF értékének és az adópajzs értékének az összege a horizonton 146,6 (= 120,1 + 26,5) millió USD. A nem tőkeáttételes vállalati értéket ugyanúgy számíthatjuk, mint az előrejelzési időszak FCF jelenértékét és ahogyan a FCF értékét a horizonton az **6-46. táblázatban** közölt számokkal:

$$V_U = \frac{3,2}{1,12} + \frac{3,2}{1,12^2} + \frac{5,6}{1,12^3} + \frac{6,4}{1,12^4} + \frac{6,8 + 120,1}{1,12^5} = 85,5 \text{ millió USD}$$

Tehát 85,5 van millió USD a Tutwiler értéke akkor, ha nincsen adóssága. Ezután a kamatfizetésből eredő éves adómegetakarítások jelenértékeit összegezzük:

$$V_{TS} = \frac{1,2}{1,12} + \frac{1,3}{1,12^2} + \frac{1,4}{1,12^3} + \frac{1,5}{1,12^4} + \frac{1,6 + 26,5}{1,12^5} = 20 \text{ millió USD}$$

Tehát a Tutwiler csak 85,5 millió USD-t érne akkor, ha nem lenne adóssága, azonban az adósságból eredő adómegetakarítás 20,0 milliós USD-vel növeli az értékét, amely 105,5 millió USD, azaz  $85,5 + 20 = 105,5$  millió USD.

Ha a Tutwilernek lenne „működésben nem levő eszköze”, akkor hozzáadnánk a vállalati értékhez. Végül a Tutwiler 27 millió USD adósságát levonva kapjuk a saját tőke értékét:  $105,5 - 27 = 78,5$  millió USD (Brigham – Ehrhardt 2010, 843-844).

Brigham – Ehrhardt (2010) azt hangsúlyozza, hogy az APV modell alkalmas a célvállalat értékelésére akkor, ha a célvállalat eladósodott, és ha a felvásárlást új adóssággal finanszírozzák, amelynek következtében az adósság aránya változik a tőkestruktúrában az akvizíciót követően. Ennél fogva az adósság költsége és a tőkestruktúra – a fúzióval összefüggésben – sokkal komplexebb probléma, mint egy tipikus vállalat esetében. A problémák kezelésének legegyszerűbb módja az APV modell használata, amellyel megállapítjuk a nem tőkeáttételes vállalat értékét és a kamatfizetésből eredő adóvédelem értékét, majd ezután ezeket összegezzük (Brigham – Ehrhardt 2010, 835-838).

#### 6.2.4.4. Brigham – Erhardt FCFE modellje

Az FCF az a nagyság, amit az összes befektető megkaphat, míg a tulajdonosi szabad cash flow (*Free Cash Flow to Equity = FCFE*) csak a törzsrészesvényesek számára jutó nagyság. Az FCFE



fedezetet nyújthat a törzsrészesvények forgalmazására, az osztalékfizetésre és a részvény visszavásárlásra. Az  $FCFE$  számítása a következő szerint történik:

**$FCFE = FCF - \text{Kamatfizetés adózás utáni bázison} - \text{Adósság törlesztése} - \text{Újonnan kibocsátott adósság} = FCF - \text{Kamatfizetés} - \text{Kamatfizetésből eredő adómegettakarítás} + \text{Adósság nettó változása}$**

A  $V_{FCFE}$  az  $FCFE$  jelenértékeinek összege az áttételes vállalat saját tőke költség

diszkontálásával a (6.34) szerint: 
$$V_{FCFE} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+r_{SL})^t}$$

(6.34)

Ez a modell is konstans növekedést feltételez a horizonton, ezért az  $FCFE$  számítása ismét a Gordon-Shapiro modellel történik a (6.35) szerint:

$$HV_{FCFE,N} = \frac{FCFE_{N+1}}{r_{SL} - g} = \frac{FCFE_N \times (1+g)}{r_{SL} - g} \quad (6.35)$$

Tehát a  $V_{FCFE}$  az  $FCFE$  jelenértékeinek összege az előrejelzési időtartamon és a horizonton az (6.36) szerint:

$$V_{FCFE} = \frac{FCFE_t}{(1+r_{SL})^t} + \frac{HV_{FCFE,N}}{(1+r_{SL})^N} \quad (6.36)$$

A  $V_{FCFE}$  számításának utolsó lépéseként a (6.36) szerint számított értékhez hozzáadjuk a működésben nem levő eszközök értékét.

Érdemes megjegyeznünk azt, hogy az  $FCFE$  modellt csak akkor alkalmazhatjuk, ha a tőkestruktúra konstans (Brigham – Ehrhardt 2010, 838-839). A továbbiakban az  $FCFE$  modellt egy példával szemléltetem.

A Tutwiler cég  $FCFE$  növekedési rátája a horizonton  $g = 6\%$  és az  $r_{SL}$  áttételes saját tőke költsége =  $13\%$ . A **6-47. táblázat** mutatja az éves  $FCFE$  előrejelzett értékeit.

**6-47. táblázat: A Tutwiler éves  $FCFE$  előrejelzett értékei (ezer USD)**

Megnevezés	2011.01.01	2011.12.31.	2012.12.31.	2013.12.31.	2014.12.31.	2015.12.31.
$FCFE$	60,2	40,0	40,1	60,0	60,7	70,06

*Forrás:* Brigham – Ehrhardt (2010, 842).

A Tutwiler  $FCFE$  értékét a horizonton a következőképpen számolhatjuk ki:

$$HV_{FCFE, 2015} = \frac{70,06 \times (1,06)}{0,13 - 0,06} = 1\ 060,9 \text{ ezer USD}$$

Ha a  $13\%$ -os saját tőke költséggel diszkontálunk, akkor az éves  $FCFE$  jelenértékei az előrejelzési időtartamon és a horizonton  $835,9$  ezer USD a következő számítás szerint:

$$V_{FCFE} = 60,2 + \frac{40,0}{1,13} + \frac{40,1}{1,13^2} + \frac{60,0}{1,13^3} + \frac{60,7}{1,13^4} + \frac{70,06 + 1060,9}{1,13^5} = 835,9 \text{ ezer USD}$$

Ha a Tutwiler rendelkezne nem működésben levő eszközökkel, akkor hozzáadnánk azokat a  $V_{FCFE}$ -hez (Brigham – Ehrhardt 2010, 844-845).

#### 6.2.4.5. A Rappaport-féle tulajdonosi érték modell

Az SV érték számításával egy befektetési döntés tulajdonosi értékteremtő hatásait elemezzük (Virág et al 2013), így a vezetők az SV számítással a M&A ügyleteket is értékelhetik.

A vállalati értéknövekedés tervezésének és elemzésének alapvető sajátosságai az alábbiak (Rappaport 2002):

- Az SV eljárás egy diszkontált pénzáramlás alapú modell.
- Nem a számviteli eredmény, hanem a vállalat (működési) pénzáramlásai befolyásolják a vállalat értékét (Rappaport 2002).
- Az SV számítás egy olyan becslési eljárás (Rappaport 2002), amely magában hordozza az eredmények pontatlanságának lehetőségét (Becker et al 2005). Az SV érték kalkulálásához szükséges értékgenerátorok múltbeli adatokon alapulnak.

A továbbiakban nem részletezzük az SV értéket meghatározó 6 értékgenerátort, mert azokról már volt szó a 3.12.2. és 3.12.3. fejezetekben.

A SV érték meghatározásának lépései közül először az előrejelzési időszak FCF nagyságait kell meghatározni. A FCF számítása a következő:

Árbevétel+Árbevétel növekménye+/- Működési eredmény – Készpénzes társasági adó  
– A növekményes beruházás forgótőkébe – A pótlólagosan befektetett eszközlekötés = **FCF**

A FCF kalkulálása közben egy *trade-off*-ot is felismerhetünk. A jelentős növekedés az értékesítésben pótlólagos befektetést és forgótőkét tesz szükségessé. Emiatt az értéknövekedési periódus kezdeti éveiben előfordulhat az, hogy a cash beáramlást meghaladja a cash kiáramlás (Mills – Ghosh 1994).

Miután az előrejelzési időszak minden egyes évére megbecsültük a FCF nagyságát a súlyozott átlagos tőkeköltséggel diszkontáljuk. Eután a tervezési időhorizont után jelentkező, reziduális (maradvány) érték meghatározása történik, amely a tulajdonosi értéknek (általában) a nagyobb része (Rappaport 2002, 56). A reziduális érték közvetlenül függ az előrejelzési időszakot illető feltételezésektől és módszerektől. A reziduális érték meghatározásához Rappaport a hagyományos és az inflációs örökjáradék módszert ismerteti:

A **hagyományos örökjáradék módszer**, amely azt feltételezi, hogy a tőkeköltség feletti többlethozamot elérő vállalkozások (megjelenő) versenytársai „visszatérítik” az iparági megtérülést a tőkeköltség szintjére (Rappaport 2002). Ennek módszertani következménye az, hogy a stratégiai időhorizont után a vállalat új befektetési átlagosan már csak a tőkeköltséggel megegyező hozamot produkálnak, ezért nem befolyásolják a vállalat értékét: „Az előrejelzési időszak után csak a meglévő kapacitások fenntartásához szükséges beruházások történnek, amelyek költsége viszont hozzávetőlegesen megegyezik az értékcsökkenési leírással.” (Rappaport 2002, 58). Tehát a jövőbeli pénzáramlásokra úgy tekintünk, mintha az egy örökjáradék, vagyis azonos pénzáramlások sorozata lenne meghatározatlan ideig. Az örökjáradék értékelési formula alkalmazásával az értéknövekedési periódus utolsó évében a működési pénzáramot elosztjuk a tőkeköltséggel, majd a tervezés vonatkoztatási időpontjára diszkontáljuk.

Az **inflációs örökjáradék módszer**, amely abban különbözik a hagyományos örökjáradék módszer számításától, hogy a működési pénzáramlás – a tervezési időhorizontot követően – az inflációs rátával megegyezően növekszik, tehát a pénzáramlások reálértéken állandóak, szemben a hagyományos örökjáradék modellel, amelyben, bár a pénzáramlások nominálisan állandóak, azonban reálértéken csökkennek (Rappaport 2002, 60).

A maradványérték meghatározását követően a pénzáramlások jelenértékét, a reziduális érték jelenértékre számított nagyságát és a piacképes értékpapírokat összeadva nyerjük a vállalati értéket, végül pedig az adósság levonásával a tulajdonosi értéket kapjuk (Rappaport 2002).

Az elemzés utolsó lépése a kapott eredmények értékelése. Mivel az SV modell DCF alapú eljárás, amely szerint a legnagyobb nettó jelenértékkel rendelkező befektetési lehetőséget kell választanunk, ezért ugyanezen elv alapján a legnagyobb értéknövekedéssel járó vállalati stratégiát választjuk (Virág et al 2013, 83). A pozitív SV érték azt jelenti, hogy az adott évben értékteremtés történt, azonban ez nem feltétlenül jelent növekedést! Rappaport úgy számolja az M&A által teremtett értéket, hogy kalkulálja „az összeolvadás utáni egyesített vállalat értékének és a különálló vállalatok összesített értékének a különbségét” (Rappaport 2002, 158). Rappaport azonban hangsúlyozza azt, hogy ez a kalkulált érték az M&A által teremtett „teljes” értékre, és nem a felvásárló számára teremtett értékre vonatkozik, amely „a maximálisan elfogadható vételár és a kifizetett vételár különbsége” (Rappaport 2002, 158).

Az eddig tárgyalt 4 modellhez hasonlóan, az SV számítás menetét is egy példával szemléltetem, amely az XYZ nevű társaságra fog vonatkozni (Rappaport 2002, 122). A **6-48. táblázat** tartalmazza az XY vállalat értékgenerátorait.

**6-48. táblázat: Az XYZ társaság értékgenerátorai**

Értékgenerátorok (%)	Érték
Árbevétel növekedési rátája	12
Működési eredményhányad	15
Az értékesítés növekményéhez szükséges befektetett eszköz lekötés	20
Az értékesítés növekményéhez szükséges forgótőke lekötés	10
Készpénzes társaságiadó-kulcs	35
Tőkeköltség	10
A számításhoz szükséges további adatok (millió USD)	
Értékesítés nettó árbevétele	100
Idegen tőke	20

Forrás: Rappaport (2002, 122)

Az XYZ vállalat SV számításának menetét (a hagyományos örökjáradék módszerrel) a **6-49. táblázat** tartalmazza.

**6-49. táblázat: Az XYZ társaság SV számításának menete (millió USD)**

Megnevezés	$t_0$	$t_1$	$t_2$	$t_3$	$t_4$	$t_5$
Árbevétel	100,00	112,00	125,44	140,49	157,35	176,23
Működési eredmény		16,80	18,82	21,07	23,60	26,44
Adózás utáni működési pénzáram		10,92	12,23	13,70	15,34	17,18
Az értékesítés növekményéhez szükséges befektetett eszköz lekötés		2,40	2,69	3,01	3,37	3,78
	forgótőke lekötés		1,20	1,34	1,51	1,69
FCF		7,32	8,20	9,18	10,28	11,52
Diszkontfaktor ( $k = 10\%$ )		0,91	0,83	0,75	0,68	0,62
Jelenérték		6,65	6,78	6,90	7,02	7,15
Jelenértékek összege						34,50
Örökjáradék jelenértéke						106,69
Piacképes értékpapírok						8,80
Vállalati érték						150,00
Idegen tőke						20,00
Tulajdonosi érték						130,00

Forrás: Rappaport (2002, 122)

A vállalati M&A célja ugyanaz, mint minden más beruházásé: értéknövelő, tartós versenyelőny szerzése. A versenyhelyzet elemzésének 3 alapvető lépését – az üzletági attraktivitás

megítélését, a vállalat versenyhelyzetének megítélését az üzletágon belül és a versenyelőnyök forrásainak azonosítását – egyaránt alkalmazhatjuk azoknak az üzletegységeknek az értékeléséhez, amelyek a vállalat tulajdonában vannak, és amelyeket az átvevő-felvásárló potenciális ügyfélnek tart. Miközben a vállalati fúziókról nagyon komplex vezetési problémaként beszélünk, mindegyik üzleti partner (üzletfél?!) azt várja el a jelenben, hogy az egyesüléssel a jövőben várható pénzáram növekedjen. Egy fúzió értéknövekedési lehetőségének értékeléséhez a céltársaságot úgy kell szemügyre venni, hogy meg kell becsülni a vevő szempontjából annak kalkulált izolált értéket (*Stand alone value*), továbbá a fúzió előnyeinek értékét és az eladó által a megkövetelt árat. Tehát az értéknövekedés elemzése keretében az alábbi három alapvető egyenletet kell figyelembe venni:

1./

$$\text{A fúzió által bekövetkezett értéknövekedés} = \text{A kombinált vállalat értéke} - \text{A vevő egyedi értéke} - \text{Az eladó egyedi értéke}$$

A fenti kifejezés reprezentálja az egyesülés által nyert előnyöket a pénzügyi és teljesítménygazdasági szinergiák alapján. Ezek a szinergiák megnövelhetik a várható megtérülést, avagy csökkenthetik a várható pénzáramhoz kapcsolódó kockázatot. Ez az értéknövekedés két vállalat egyesüléséből ered. Nem a vevő számára jelent értéknövekedést.

2./

$$\text{Az eladó által elfogadható ár} = \text{Az eladó egyedi értéke} + \text{A fúzió által feltételezett értéknövekedés}$$

Az előbbi kifejezés az eladó számára a felső árhatárt avagy a maximális árajánlatot jelenti.

3./

$$\text{Értéknövekedés vevő számára} = \text{Az eladó által elfogadható ár} - \text{Megkövetelt ár a céltársaság (eladó) feletti rendelkezési jog megszerzéséért}$$

A fenti kifejezés a felső árhatár és a megkövetelt ár közötti különbséget jelöli, ami a vevő számára jelent értéknövekedést.

A vállalati fúzió folyamata az alábbi 5 lépésből áll:

1. Versenyelemzés
2. Keresés, kutatás
3. A stratégia kifejlesztése
4. Pénzügyi értékelés
5. Választás és megvalósítás

Ebben a részben, a fenti 5 lépésből, a "pénzügyi értékelés" fáziséval foglalkozunk. Itt a legfontosabb kérdések az alábbiak:

- Mekkora az a maximális ár, amelyet a céltársaságért fizetni kellene?
- Hol található a lényeges kockázati tényezők?
- Milyen hatásai vannak az egyesülésnek a nyereségre, a mérlegre és a pénzáramra?
- Melyik a fúzió megvalósításának legjobb módja?

Itt azt mutatjuk meg, hogy miként tudjuk alkalmazni az *SV*-tételt a vállalati fúziók értékeléséhez. A pénzügyi értékelés folyamata átöleli mind a vevő, mind pedig a céltársaság értékelését. Az értékelés a jövőbeni kilátások és tervek – a menedzsment által történő – megítélését jelenti. Mivel az értékbecslés számos forгатókönyvön alapul, a menedzsmentnek

lehetősége van arra, hogy a különböző alternatív termék/piac-stratégiák és környezeti tényezők hatását a tulajdonosi értékre (SV) teszteljék.

A vevő a céltársaság vételárát a cserére szánt részvények piaci értékén számszerűsíti. Szemléljük a következő példát a **6-50. táblázat**ban közreadott számokkal!

**6-50. táblázat: Egy vállalati fúzióra vonatkozó adatok**

A felvásárló (akvizitor) vállalatának piaci értéke	150 millió HUF
Kintlevő részvények száma	100 000 darab
A céltársaság értéke a vevő szempontjából (szinergia hatásokkal együtt)	45 millió HUF

A fenti esetben a vevő 30 000 darab pótlólagos részvény kibocsátásával, 1 500 HUF/darab áron, meg tudná vásárolni a céltársaságot. Az így létrejövő fúzió hatását a **6-51. táblázat** mutatja.

**6-51. táblázat: Egy vállalati fúzióra vonatkozó adatok – "A" eset**

Fúzió előtt a kintlevő részvények száma	100 000 darab
Pótlólagos részvények kibocsátása	30 000 darab
Fúzió után a kintlevő részvények száma	130 000 darab
Fúzió után a részvényesek tulajdonában van (10/13 a 150 millió HUF nagyságból és a 45 millió HUF összege)	150 millió HUF
- Fúzió előtt a felvásárló vállalat értéke	-150 millió HUF
<b>Értéknövekedés a vevő számára</b>	<b>0</b>

A továbbiakban tételezzük fel azt, hogy a felvásárló cég részvényeinek ára csak 900 HUF, vagyis a piaci értéke 90 millió HUF, miközben az összes többi tényező változatlan! Mennyi részvényt fog a felvásárló kibocsátani? – A helyes válasz úgy hangzik, hogy ebben az esetben is 30 000 darabot fog kibocsátani, mivel a felvásárló cég menedzsmentje továbbra is 150 millió HUF nagyságra értékeli cégének értékét. A menedzsment abban a hitben él, hogy a cég részvényei 600 HUF nagysággal alulértékelték. Ha a 900 HUF részvényárat vesszük alapul, akkor 50 000 darab részvényt kellene pótlólagosan kibocsátani a 45 millió HUF nagyságon értékelt céltársaságért. Mindez ahhoz vezetne, hogy a vevő 20 millió HUF összeggel többet fizetne a céltársaságért, amit a **6-52. táblázat** is mutat.

**6-52. táblázat: Egy vállalati fúzióra vonatkozó adatok – "B" eset**

Fúzió előtt a kintlevő részvények száma	100 000 darab
Pótlólagos részvények kibocsátása	50 000 darab
Fúzió után a kintlevő részvények száma	150 000 darab
Fúzió után a részvényesek tulajdonában van (10/15 a 150 millió HUF nagyságból és a 45 millió HUF összege)	130 millió HUF
- Fúzió előtt a felvásárló vállalat értéke	-150 millió HUF
<b>Értéknövekedés a vevő számára</b>	<b>-20 millió HUF</b>

Tehát, ha a felvásárló cég menedzsmentje azt hiszi, hogy a piac a részvényeit alulértékeli, akkor a céltársaságért túl magas árat fizet vagy ez az ügylet kevésbé akceptálható megtérülést ígér. A már említett 3.12.5. részben, az értékgenerátorokon alapuló SV számításhoz kapcsolódóan, itt egy kiegészítést teszünk a vállalati fúzió esetére. Amennyiben több potenciális céltársaság van, úgy érdemes megvizsgálni azt, hogy ezen céltársaságok előnyei avagy hasznát hozó lehetőségei hogyan befolyásolják az értékgenerátorokat. A **6-53. táblázat** ad egy ilyen áttekintést, amit az ún. *VALCOR (Value is core)* mátrix segítségével írunk le. Ezzel pedig

különböző stratégiákat is megfogalmazhatunk és kiolvashatjuk az értéknövekedés különböző intézkedéseit is.

**6-53. táblázat: VALCOR mátrix a stratégia kiválasztásához**

Lehetőségek Érték- generátorok	Piaci potenciál	Beszerezési potenciál	Emberi erőforrás potenciál	Logisztikai- informatikai potenciál	Átstrukturálás
$G_S$	Új termék Termékössze- tétel javítása Új kínálati formák <i>Shops in the shop</i>	Integráció beszerzőkkel	Ösztönzés Új eladási formák	új fizetési formák Vevőszolgálat Szerviz	Felvásárlás külföldön
$ROS = EBIT/S$	Árpolitika Választék összetétele Értékesítés fokozás	Integráció beszerzőkkel  Beszerezési marketing	Rugalmas munkaidő Nyitvatartási idők	Automatizálás Általános költségek értékelemzése	<i>Overhead</i> leépítése Szinergiák
$CI$	<i>Sale and lease back</i> Terület elemzés Factoring	Beruházás Tőke kivonás	Menedzsment kapacitás kiépítése	<i>JIT</i> , Kanban Forgótőke menedzselése	Működéshez nem szükséges vállalati részek értékesítése
$k$	<i>Leverage</i>	Adósság- kapacitás kihasználása	Pénzügyi specialisták	<i>Cash management</i>	<i>Leverage</i>
$T_C$		Központi beszerzési társaság	Adótanácsadó	PC-vel támogatott adótervezés	Goodwill ápolása

*Forrás:* Saját szerkesztés

Az **értékgenerátorokat** tovább lehet **differenciálni üzleti egységekre**, s ezáltal ki tudjuk mutatni az *SV*-t befolyásoló specifikus tényezőket. Például a tőkeintenzitást befolyásoló beruházást tovább bonthatjuk tárgyi eszközökbe és forgóeszközökbe, amit tovább oszthatunk beszerzési egységenként készletekre és elosztó egységenként vevői követelésekre.

A továbbiakban azt szeretnénk vizsgálni, hogy a vállalatok fontosabb életszakaszaiban – a cégalapítás, a növekedés, a szinten tartás, a válság és a megszűnés idején – vajon az M&A tranzakciók reális döntési lehetőségeket kínálnak, és milyen kockázatokat hordoznak. Az alábbi kérdésekre keressük a választ:

1. A cégalapítás és a működés megkezdésének szakaszában vajon a leányvállalat alapítása mennyivel kedvezőbb a vállalatfelvásárlással szemben?
2. Az M&A tranzakciók milyen előnnyel és veszéllyel járnak a növekedés és a szinten tartás szakaszokban?
3. Az M&A tranzakciók hogyan és miért segítik a válságból történő kijutást?
4. A cégmegszűnés szakaszban az M&A tranzakció „mentőcsónak”, avagy „orvosság vagy mérreg”?

A mondanivalónkat javaslatokkal zárjuk a hazai eset- és adatbázis elemzésből kapott eredmények alapján.

A cégek működésének megkezdésekor nem lehet elfeledkezni a finanszírozási forrásbevonásra vonatkozó döntésről. Természetesen a cégek működési szakaszának legelején az M&A megvalósítását ritkán választják, de nagyon hamar világossá válhat az, hogy a külső növekedést

jelentő expanziót az M&A-ra vonatkozó döntés realizálásával relatíve gyorsan megvalósíthatjuk. Ezen kívül a választott témánk miatt is mérlegeljük a cégműködés korai szakaszában.

---

#### 6.2.5. Vajon a leányvállalat alapítása mennyivel kedvezőbb a vállalatfelvásárlással szemben?

Miért foglalkozunk itt a leányvállalat alapítással? – Leányvállalatot a gazdálkodó szervezetek, illetőleg gazdasági tevékenységet is folytató más jogi személyek hozhatnak létre. A leányvállalat jogi személy. Gazdaságilag a létesítő vállalathoz tartozik, az anyavállalat pénzzel támogathatja, anyagi eszközöket vonhat el tőle, így nem kétséges a szoros gazdasági függés. Általában tőkeerős gazdasági társaságok alapítanak leányvállalatot, leggyakrabban akkor, amikor termelésüket, szolgáltatásnyújtásukat más országba helyezik át. A Polgári Törvénykönyvről szóló 2013. évi V. törvény hatálybalépésével összefüggő átmeneti és felhatalmazó rendelkezésekről szóló törvény úgy rendelkezik, hogy a Ptk. hatálybalépésekor működő, a Polgári Törvénykönyvről szóló 1959. évi IV. törvényben nevesített állami vállalat, tröszt, egyéb állami gazdálkodó szerv, egyes jogi személyek vállalata, valamint a leányvállalat a 2014. március 14-én hatályos, rá vonatkozó jogszabályok szerint működhet tovább, azonban ilyen típusú jogi személyeket nem lehet alapítani.

---

A gyors és hatékony cégalapítás nagyon fontos szerepet játszik az operatív gazdasági működés megkezdésében, különösen, amikor egy nagyobb projekt megvalósítása érdekében egy új társaság létrehozására kerül sor a beruházás helyszínén. A legtöbb jogrendszerben a külföldi befektetőknek a nemzeti vállalkozásokra vonatkozó szabályokat meghaladóan kell dokumentumszolgáltatásra vonatkozó kötelezettséget teljesíteniük. A külföldi beruházók sok esetben kötelesek speciális formai követelményeknek is eleget tenni, valamint dokumentumok fordításait határidőre beszerezni. Ebből adódóan egy egyszerű eljárásból könnyen egy bonyolult, gyors reakciót és társasági jogi, adójogi, pénzügyi és a hivatalok gyakorlatának ismeretét igénylő folyamat keletkezhet.

Itt mérlegelhetjük a lehetséges szervezeti struktúrákat és jogi formákat is, amelyek más jogrendszerekben nem ismertek, azonban a kockázatkezelés és adóstruktúra szempontjából a külföldi vállalkozás számára megfontolandóak lehetnek. A törvényes szabályozás lehetővé teszi azt, hogy betéti társaságokat számos ország jogrendszerében korlátolt felelősségű társaságok beltárgyként történő részvételével valósítsák meg, amely konstrukció sok külföldi, a saját országában személyegyesítő társasági formában működő befektető számára alternatívaként merülhet fel a helyi megszokott tőkeegyesítő társaságokkal szemben.

A leányvállalat alapítással szemben a felvásárlás legfőbb előnye az, hogy a felvásárló egy már működő vállalatot vesz át; nem kell a terméket/szolgáltatást bevezetni a piacra; nem kell felkutatni a beszállítókat felkutatni,

A felvásárlás hátránya az, hogy hosszadalmas a tervezési, a tárgyalási és az átvilágítási folyamat; kockázatosabb, mivel az átvilágítást követően a céltársaság integrációja hónapokig tarthat, és az alkalmazottak ellenállásába ütközhet; a felvásárló eladósodik, mert magas a céltársaság vételára és/vagy a felvásárlás idegen tőke igénybe vételével történik.

A leányvállalat alapításának az előnye az, hogy nem kell integrálni, az alapítás rövidebb idő alatt történik, meghatározott minimális jegyzett tőkét igényel attól függően, hogy kft. vagy zrt-ről van szó. (Az nyrt alapításának lehetőségét itt még korainak tartjuk.)

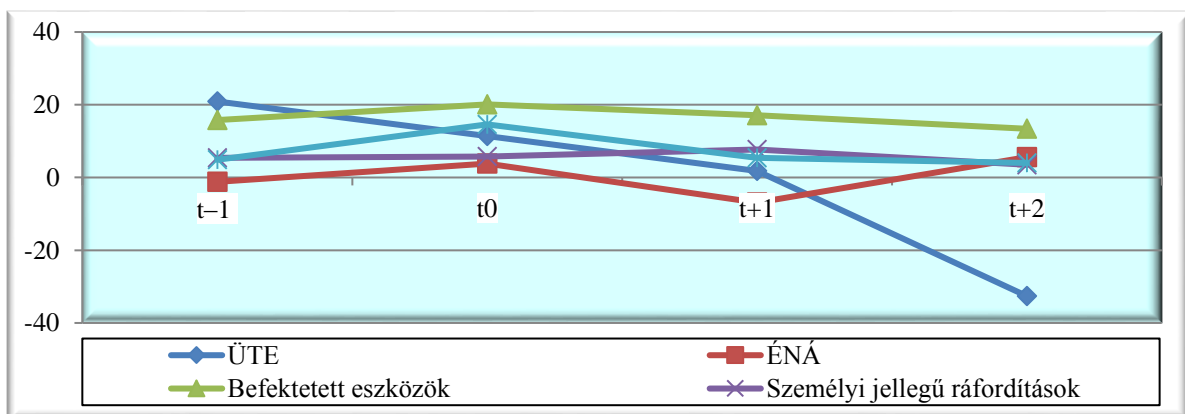
Gazdaságunkban, 1997 és 2014 között 743, a GVH által meghatározott küszöbértékek alapján engedélyköteles M&A tranzakció született. A legtöbb felvásárlás a kereskedelem, a szolgáltatás és az ipar szektorban jött létre. Az M&A tranzakciók nagy része a budapesti, közép-magyarországi régióban történt.

6.2.6. Az M&A tranzakciók milyen előnnyel és veszéllyel járnak a növekedés és a szinten tartás szakaszokban?

Először egy esetanalízis segítségével azt illusztráljuk, hogy a növekedés életszakaszban az M&A tranzakció milyen előnyökkel, vagy éppen hátrányokkal járhat. Az Alfi-Ker Kft-t 1991-ben alapította három belföldi magánszemély Nyíregyházán. A vállalkozás élelmiszer- és vegyi áru kiskereskedelemmel foglalkozik. Az Alfi-Ker Kft. 2008. október 20-tól 80%-os minősített többséggel rendelkezik a szatmárnémeti központú Super Magazin Transilvania SRL-ben. A cég a további növekedést is felvásárlással kívánta elérni: 2010. július 30-án 100%-os tulajdonjogot szerzett a győri központú Kisalföld Fűszért Kft-ben. A felvásárlást követő években mind a működési, mind a nettó profithányad stagnált (2. ábra)

Amennyiben a működési profit (ÜTE = Üzemi vagy üzleti tevékenység eredményének) növekedése meghaladja az értékesítés nettó árbevételének (ÉNÁ) növekedését, úgy az értékesített termékek fajlagos nyereség- és fedezettartalma egyaránt emelkedik. Ha emelkednek a befektetések, de ezt a növekedést meghaladja a forgalom növekedése, akkor a befektetett eszközök árbevétele generáló képessége is emelkedik, ami az eszközhatékonyság kedvező alakulását jelenti. Ha pedig a személyi jellegű ráfordítások növekedése kisebb mértékű az említett 3 érték növekedéséhez képest, akkor a munka termelékenysége fokozódik (Katits – Szalka, 2015c). A **6-23. ábra** ezt a relációt szemlélteti a fúzió létrejötte előtt és után. A befektetések nem növelték meg a forgalmat, bár a személyi jellegű ráfordítások emelkedését jelentős mértékben meghaladták a befektetések változása, de nem a forgalom növekedése. Hiába haladta meg az ÜTE változása az ÉNÁ változását, nem érvényesült a hatékony eszköz- és a termelékeny gazdálkodás elve.

**6-23. ábra: A jövedelmezőségi-hatékonysági kritérium érvényesülése az Alfi Ker. Kft esetében a fúzió előtt és után**

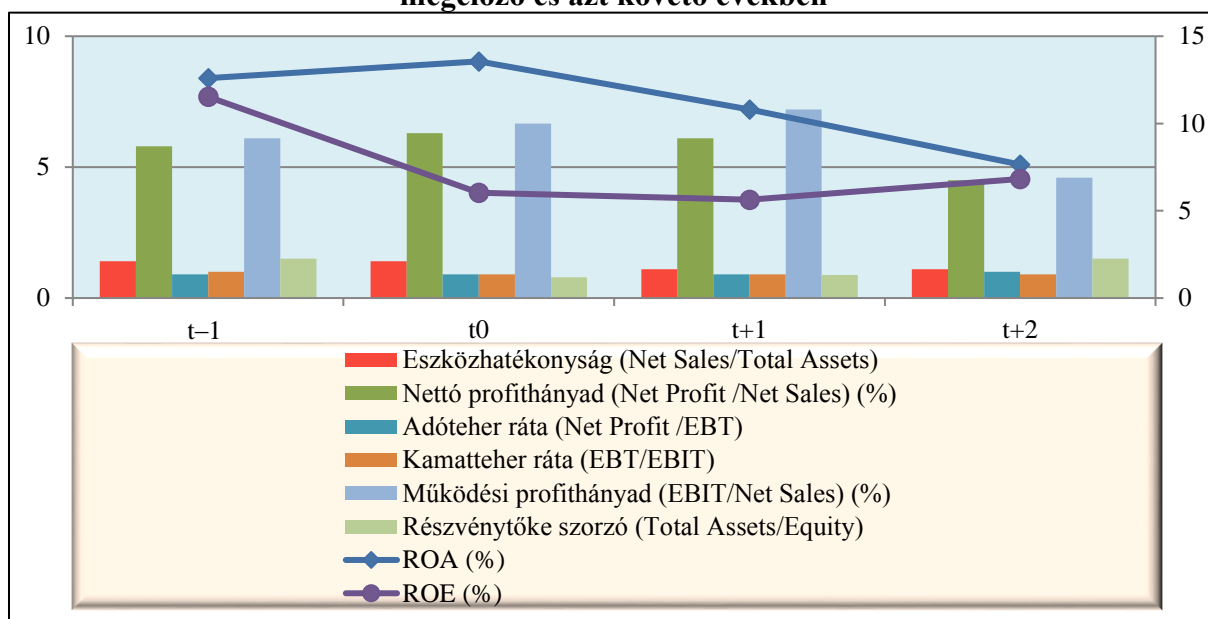


*Forrás:* Saját szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján

A **6-24. ábra** szerint az *ROA* és a *ROE* ráták jelentős mértékben csökkentek a M&A tranzakció után annak ellenére, hogy finanszírozási áttételt alkalmaztak (amit a részvénytőke szorzó emelkedése mutat), miközben mind a működési, mind pedig a nettó profithányad nagysága jelentős mértékben csökkent, de az eszközhatékonyság, a kamatterher és az adóteher ráta értéke szinte változatlan maradt.



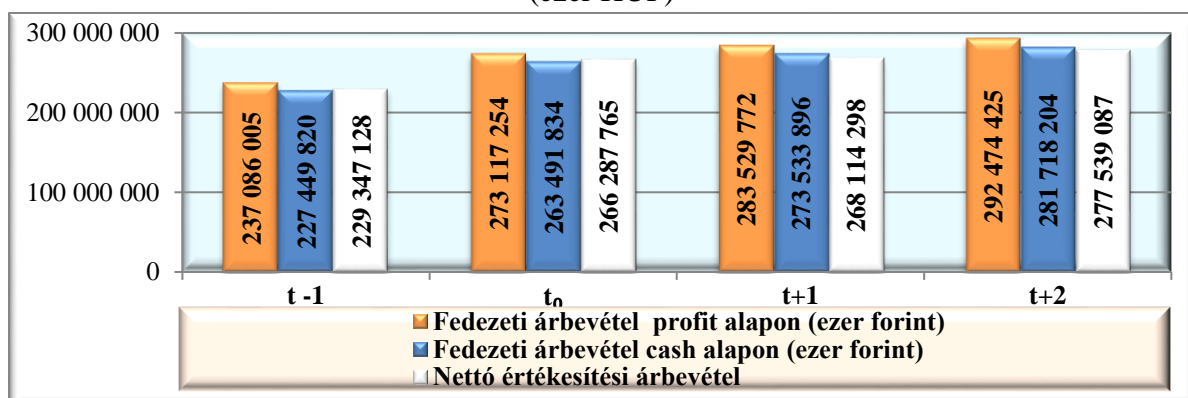
**6-24. ábra: Az Alfi Ker. Kft ROA, ROE rátái és összetevőinek változása a felvásárlást megelőző és azt követő években**



Forrás: Saját szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján

Hogyan befolyásolták a 2008 és a 2011 között létrejött felvásárlások az egyesült vállalkozások profittermelő képességét a mezőgazdaság nemzetgazdasági ágakban? – Az elemzés a jövedelmezőségi ráták mellett felöleli a profit és cash-alapú fedezeti árbevétel számítását. Az ipar szektorban a profitabilitási ráták és az értékesítés nettó árbevételének növekedési rátája a felvásárlást követő években jelentősen csökkent. A **6-25. ábrán** azt látjuk, hogy az eredménykimutatásban szereplő értékesítési nettó árbevétel alacsonyabb a profit alapú és a cash-alapú fedezeti árbevétel értékénél az M&A tranzakciót követő években, ami azt jelenti, hogy egyrészt a szektor működése veszteséges, másrészt pedig az ipar szektorban létrejött tranzakciók nem javították a jövedelemtermelést.

**6-25. ábra: A profit- és cash-alapú fedezeti árbevétel, valamint az ÉNÁ alakulása a létrejött M&A ügyletek előtt és után az IPAR szektorban**  
(ezer HUF)

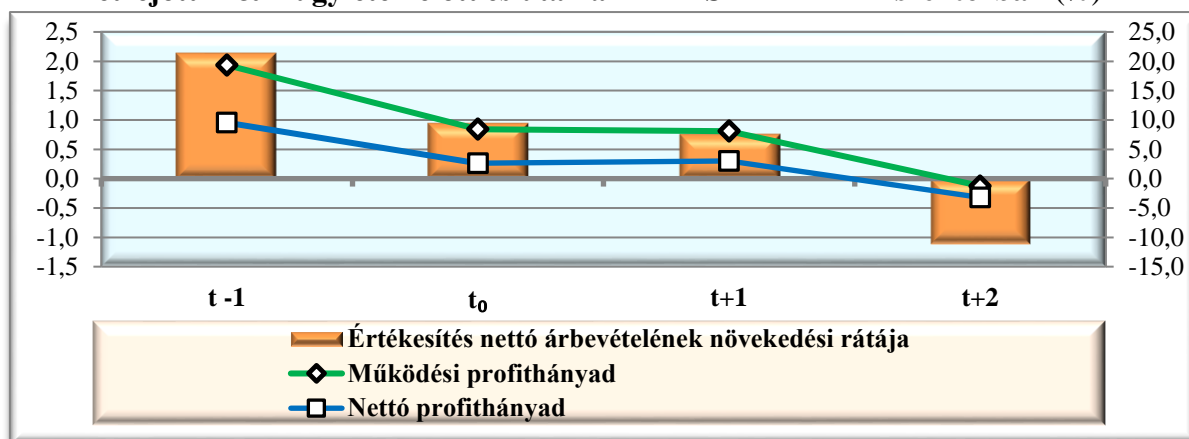


Forrás: Saját szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján

A **6-26. ábra** azt mutatja, hogy a kereskedelem nemzetgazdasági ág jövedelemtermelése a felvásárlást követő 1. évben romlott! Anélkül, hogy igazolnánk, mindhárom szektorra egyaránt jellemző az, hogy a jövedelmezőség jelentős mértékben nem javult sem a felvásárlást követő 1., sem pedig a 2. évben. A vizsgált profitabilitási ráták romló tendenciáinak egyik oka az

értékesítés nettó árbevételének a visszaesése, amelyet okozhatott a piacvesztés és a versenytársak megerősödése egyaránt.

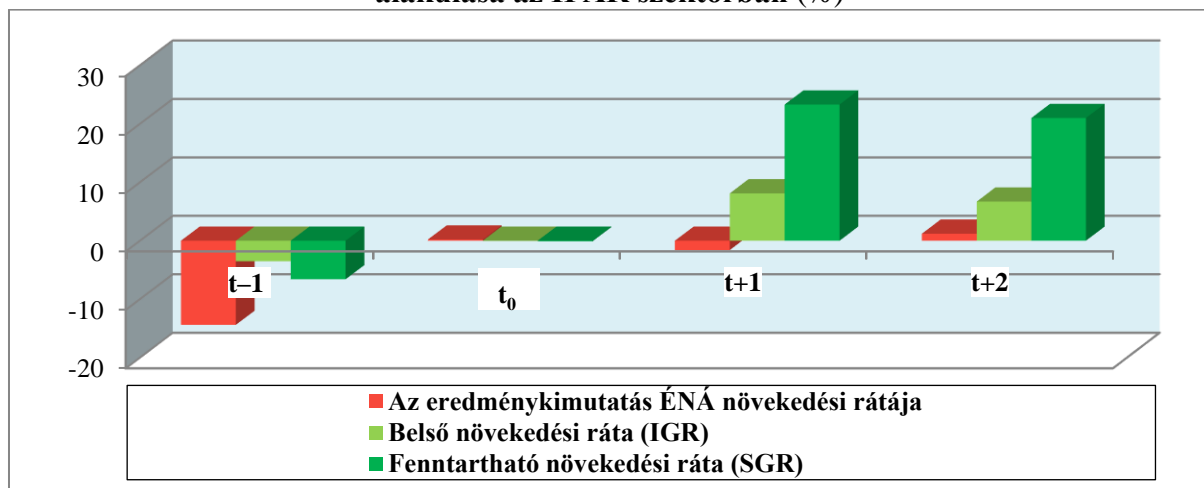
**6-26. ábra: A jövedelmezőségi ráták és az ÉNÁ növekedési rátájának alakulása a létrejött M&A ügyletek előtt és után a KERESKEDELEM szektorban (%)**



*Forrás:* Saját szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján

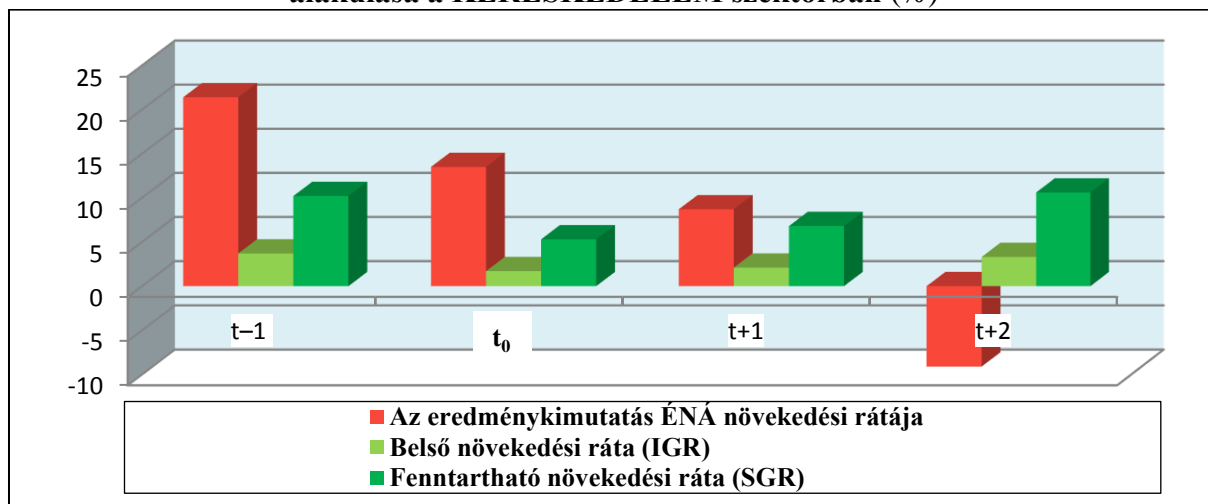
A 6-27-29. ábrákra tekintve megállapítjuk azt, hogy az IGR és a SGR növekedés rátája a fúzió után az ipar és kereskedelem szektorban emelkedett, míg a szolgáltatás ágazatban csökkent. A vizsgált szektorok értékesítési árbevételüket elég alacsony, csak néhány százalékos mértékben tudták volna növelni visszatartott profitból, miközben az eredménykimutatás ÉNÁ rátái csökkentek a fúziót követően. Ha a számított belső növekedési ráta nem éri el az eredménykimutatás szerinti ÉNÁ növekedési rátáját, akkor ez utóbbit külső finanszírozási forrással (legfőképpen idegen forrásból) valósították meg. Azt is lehet látni, hogy visszatartott profitból és a tőkeszerkezet fenntartása mellett nagyobb értékesítési árbevételt lehetett volna elérni ahhoz képest, mint amennyi az elszámolt ÉNÁ a fúziót követő 2. évben.

**6-27. ábra: Az eredménykimutatás ÉNÁ elszámolt, az IGR és a SGR növekedési ráták alakulása az IPAR szektorban (%)**



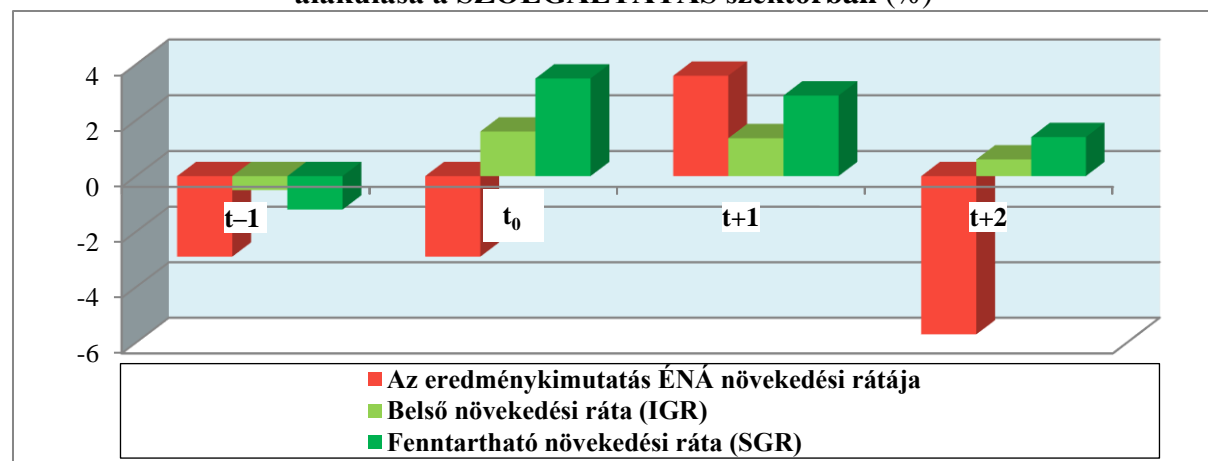
*Forrás:* Saját szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján

**6-28. ábra: Az eredménykimutatás ÉNÁ elszámolt, az IGR és a SGR növekedési ráták alakulása a KERESKEDELEM szektorban (%)**



*Forrás:* Saját szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján

**6-29. ábra: Az eredménykimutatás ÉNÁ elszámolt, az IGR és a SGR növekedési ráták alakulása a SZOLGÁLTATÁS szektorban (%)**



*Forrás:* Saját szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján

Ennek a résznek és a közölt számítások eredményeinek a legfontosabb konklúziója az, hogy az M&A tranzakció nem „általános recept”, hanem minden vállalatnak egyénileg kel mérlegelnie a növekedés tervezésekor annak előnyeit és hátrányait.

#### 6.2.7. Az M&A tranzakciók hogyan és miért segítik a válságból történő kijutást?

Vegyük például a következő forgatókönyvet! A gyenge gazdasági helyzet következtében két, azonos iparágban aktív vállalat közül mindkettő hátrányosan teljesít. Mindkettőnek a vártnál sokkal alacsonyabb az adózott nyeresége és a működési pénzáramai, még veszteségesek is. Talán mindkettő likviditási gondokkal is küzd. Egyik sem szeretne kiszállni az üzletből, ami egyébként is csak nagyon gyenge értékelést eredményezne. Továbbá, a likviditási nehézségek mindkettő számára eleve ellehetetlenítik egy másik cég felvásárlását. Ebben a felállásban egy fúzió lehet a legjobb megoldás: egy készpénz-mentes tranzakcióval (pl. cégegyesülés) két vegetáló, vagy akár veszteséges cégből is lehet egy nyereséges cég, nagyobb piaci részesedéssel, méretgazdaságosan és költséghatékonyan. Ez a szinergiák magyarázatából adódik: 1+1 = 3. Mivel a befektetők is a nagyobb cégeket preferálják, egy egyesült új cég

kedvezőbben eladható. Tehát a cégérték jelentősen emelkedik, felkészülve ezzel a kedvezőbb pénzügyi, piaci (és értékelési) körülményekre.

Katits a felvásárlásokat és az összeolvadásokat a vállalati válságkezelés egyik típusaként, a vállalati válságból kivezető lehetséges kiutak közé sorolja (2010). Az M&A tranzakció a felvásárló számára azért jelenthet kész receptet, mert a céltársaság felvásárlásával növekedhet az értékesítési forgalom, hozzájuthat és „kimazsolázhathja” a céltársaság erőforrásait. A válságban lévő, megszűnés felé haladó céltársaság új befektetővel, menedzsmenttel egy konszern, holding tulajdonosaként megfordíthatja a kedvezőtlen tendenciákat.

Az akvizíciók kevés kivételtől eltekintve együtt járnak a párhuzamos feladatkörök megszüntetésével, vélt-, és valós érdeksérelmekkel. „... Felmérések szerint a felsővezetők háromnegyede ellenállással fogadja a felvásárlást, és ötven százalékuk aktívan tesz is ellene. A beosztott dolgozóknál is hasonló a statisztika – hívta fel a figyelmet Frajna Piller Annamária.”<sup>40</sup> Átlagosan két és fél hónapba telik, amíg a fúzió következtében kialakult új szervezetben kialakul a stratégiai irányításra képes felsővezető.

Milyen területeken vannak párhuzamosságok, hol lehet működési és finanszírozási költséget csökkenteni? Először is szükséges tételesen átvizsgálni a befektetett eszközöket, mert ha a tranzakció következtében felesleges kapacitások keletkeztek, akkor tőke kivonással növelhetjük a felvásárlásból keletkező szinergiákat. A tevékenységek és a folyamatok racionalizálásának következménye a személyi jellegű ráfordítások csökkenése. Gyakran az időt és energiát igénylő folyamatszervezés helyett a szinte azonnal kivitelezhető létszámleépítést választják.

DiGeorgio (2003) *Making mergers and acquisitions work: What we know and don't know?* című cikkében azt javasolja, hogy hozzunk létre egy integrációs csapatot, amelynek a vezetője azt a feladatot kapja, hogy befolyásolni kell a változásban érintetteket, vagy az alulról érkező üzeneteket, ötleteteket és meghallgatni a kérdéseket, majd válaszolni azokra, amely így segítheti a hatékony változást. A felsővezetők által elkövethető egyik legnagyobb hiba az, hogy megpróbálják a kezdeményezéseiket túlságosan keményen átadni.

A társas vállalkozások megszűnésének esetei közé soroljuk azt az esetet, ha a társaság elhatározza jogutódlással történő megszűnését (átalakulás) (Katits 2010).

A felvásárlással a vállalat vagy egyes egységei, teljes vagy részleges alkalmazotti állománya megőrizhető. A felvásárló likviditási értéken hozzájut a céltársasághoz, ám át kell vállalnia a céltársaság hitelállományát is. Ez utóbbi miatt sokkal kockázatosabbnak ítéljük egy felszámolás alatt álló vállalkozás felvásárlását, mint egy növekedés szakaszában lévő cég megszerzését.

Mivel a válsághelyzet az „erős”, konkrét információs tartalmat hordozó jelzése a fizetőképesség és az eladósodás, ezért a továbbiakban ezek alakulását elemezzük. A **6-54. táblázat**ban láthatjuk a három szektor likviditási rátáinak alakulását. Az ipar szektorban a likviditás III. fokozata, amely az összes forgóeszköz arányát viszonyítja a rövid lejáratú kötelezettségekhez, minden vizsgált évben messze van a kedvező 2 körüli értéktől. A likviditás II. (gyorsráta) értékeinek alakulása kedvezőbb, mivel a vizsgált négy évben eléri a kiváló 0,8 – 1 közötti értékeket. Nem értékelhetjük ilyen kedvezőnek a likviditás I. ráta értékét, amely nem éri el a minimális 0,25 értéket egyik évben sem. Tehát a likviditási ráták nem érik el a minimálisan elvárt értékeket a kereskedelemben és a szolgáltatás szektorban sem. A tulajdonosi arány a felvásárlást követő években egyre alacsonyabb, amíg az eladósodási arány emelkedik, amelyből arra következtethetünk, hogy a felvásárlást követően a rövid lejáratú kötelezettségek növekedtek. A tulajdonosi arány a kereskedelemben és a szolgáltatás szektorokban is stagnál a vizsgált időszakban, az eladósodási arány pedig mindkét szektor minden vizsgált évében meghaladja a 100%-os értéket, azaz a hosszú lejáratú kötelezettségek értéke nem haladja meg a saját tőke értékét.

---

<sup>40</sup> <http://www.hrportal.hu/hr/felvasarlas-hr-es-szemmel-buktatok-es-kihivasok-20120801.html>

**6-54. táblázat: A hazai felvásárló vállalatok likviditási rátáinak, a tulajdonosi arány és az eladósodási arány alakulása az M&A tranzakciót megelőző és követő években**

Megnevezés	t - 1	t <sub>0</sub>	t + 1	t + 2
<b>IPAR</b>				
<b>Likviditás I.</b>	0,24	0,2	0,2	0,2
<b>Likviditás II.</b>	1,29	0,9	0,7	0,8
<b>Likviditás III.</b>	1,66	1,3	1,0	1,1
<b>Tulajdonosi arány (%)</b>	50,93	47,23	33,63	39,04
<b>Eladósodási arány (%)</b>	308,49	393,99	157,72	198,64
<b>KERESKEDELEM</b>				
<b>Likviditás I.</b>	0,03	0,04	0,07	0,12
<b>Likviditás II.</b>	0,66	0,69	0,70	0,67
<b>Likviditás III.</b>	1,19	1,13	1,14	1,26
<b>Tulajdonosi arány (%)</b>	35,06	32,83	33,04	33,97
<b>Eladósodási arány (%)</b>	1310,61	985,31	853,75	284,58
<b>SZOLGÁLTATÁS</b>				
<b>Likviditás I.</b>	0,15	0,11	0,17	0,18
<b>Likviditás II.</b>	0,63	0,55	0,54	0,77
<b>Likviditás III.</b>	0,68	0,64	0,70	0,96
<b>Tulajdonosi arány (%)</b>	44,49	48,86	46,33	45,30
<b>Eladósodási arány (%)</b>	154,72	243,19	204,56	162,94

*Forrás:* Saját szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján

A továbbiakban nézzünk egy konkrét, magyar esetet finanszírozási helyzetét a csődbejelentés előtt és a csődbejelentés évében! A Cerbona Zrt térsztagyártással, malomipari termékek gyártásával és kereskedelmével foglalkozott. 2010 novemberében csődeljárás lefolytatása iránti kérelmet terjesztett elő a bíróságnál. A társaság a több mint 6 milliárdos adósság súlya alatt omlott össze, amikor a beszállítók már nem hitelezték tovább tevékenységét. A társaság felszámolási eljárása 2011 januárjában indult meg. A társaságot a Naponta Kft-vel kötött bérnyújtási szerződés mentette meg. A felszámolási eljárás alatt egyre növekedett a cég termékei iránti kereslet. A Naponta Kft 2012-ben vásárolta fel a Cerbona Zrt extrudált üzletágát és székesfehérvári gyárát. Ez az eset jól szemlélteti azt, hogy a felvásárlás nem csupán a befektető számára lehet hasznos: ha a céltársaság a válság szakaszba kerül, akkor a felvásárlás kiutat jelenthet a válságból.

Itt a finanszírozási helyzetfeltárás egyik eszközét részletezzük, nevezetesen a *Fund Flow Statement*-et (*FFS*), ami szó szerinti fordításban 'alapáramlási kimutatás'. Az *FFS* derivative nyerhető az éves beszámoló kiegészítő mellékletében közölt cash flow kimutatásból. Tehát az a pénzeszközváltozás, amit a cash flow kimutatás közöl, ugyanezt az összeget fogja mutatni az *FFS* is, csak abban visszatükröződnek egy üzleti év finanszírozási forrásainak mozgásai és beszerzési-befektetési tranzakciói. Szemléljük ehhez a következő *FFS*-t, amit a csődbejelentés előtti év cash flow kimutatása alapján készítettünk, s a **6-55. táblázatban** közlünk!

**6-55. táblázat: Az *FFS* a csődbejelentést megelőző évben (ezer HUF)**

<b>A cash flow kimutatás szerinti a pénzeszközök változás 572 905 ezer HUF.</b>			
<b>Alapok forrása</b>		<b>Alapok felhasználása</b>	
<b>Működés</b>	<b>306 317</b>	<b>Működés</b>	<b>648 659</b>
Amortizáció	306 317	Fizetendő társasági adó- és osztalékfizetés	0
Aktív és passzív időbeli elhat. egyenlege, ha pozitív	0	Aktív és passzív időbeli elhat. egyenlege, ha negatív	24 122

Vevőállomány csökkenése	0	Vevőállomány növekedése	624 537
<b>Tőke kivonás, értékesítés</b>		<b>Befektetés, beszerzés</b>	<b>117 190</b>
Befektetett eszközök eladása	200	Befektetett eszközök beszerzése	117 190
Befektetett eszközök értékesítésének eredménye	86	Befektetett eszközök értékesítésének vesztesége	0
Készletek értékesítése	1 373 847	Készletek beszerzése	0
<b>Idegen finanszírozás</b>	<b>716 193</b>	<b>Törlesztés</b>	<b>1 057 603</b>
Rövid lejáratú hitelek növekedése	260 000	Adósság csökkenése	596 954
Egyéb rövid lejáratú kötelezettség növ.	384 193	Egyéb rövid lejáratú kötelezettség csökkenése	0
Egyéb hosszú lej. kötel. növekedése	72 000	Szállítói tartozás csökkenése	460 649
<b>Alapok forrása összesen</b>	<b>2 396 357</b>	<b>Alapok felhasználása összesen</b>	<b>1 823 452</b>

Forrás: Saját szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján

A felhasználásokkal csökkentett források = 2 396 357 – 1 823 452 = 572 905 ezer HUF.

1.  $306\,317/2\,396\,357 \Rightarrow 12,8\%$  (Elvárás: min 80%.)

2.  $117\,190/1\,823\,452 \Rightarrow 6,4\%$  (Elvárás: max. 60%.)

3.  $306\,317/0 =$  Nem lehet értelmezni. (Elvárás: a működési források jelentősen meghaladják az osztalékfizetés nagyságát.)

Tehát a csődbejelentés előtti, még sikeresnek tartott üzleti évben úgy növekedett a pénzeszközök nagysága, hogy az 'Alapok összes forrásának' alig 13 százaléka származott a működésből, a befektetések jóval a max. 60% elvárt értéke alatt volt, ráadásul osztalékot sem fizettek, mert a cég már ekkor is veszteséget termelt.

#### 6-56. táblázat: Az FFS a csődbejelentés évében (ezer HUF)

A cash flow kimutatás szerinti a pénzeszközök változás - 526 674 ezer HUF.			
Alapok forrása		Alapok felhasználása	
<b>Működés</b>	<b>480 675</b>	<b>Működés</b>	<b>0</b>
Amortizáció	113 533	Fizetendő társasági adó- és osztalékfizetés	0
Aktív és passzív időbeli elhat. egyenlege, ha pozitív	80 833	Aktív és passzív időbeli elhat. egyenlege, ha negatív	0
Vevőállomány csökkenése	286 309	Vevőállomány növekedése	0
<b>Tőke kivonás, értékesítés</b>	<b>340</b>	<b>Befektetés, beszerzés</b>	<b>193 872</b>
Befektetett eszközök eladása	340	Készletek növekedése	193 843
Bef. eszk. értékesítésének nyeresége	0	Bef. eszközök értékesítésének vesztesége	29
<b>Idegen finanszírozás</b>	<b>0</b>	<b>Törlesztés</b>	<b>813 817</b>
Szállítói tartozás növekedése	0	Szállítói tartozás csökkenése	38 115
Egyéb rövid. lej. kötel. növekedése	0	Egyéb rövid. lej. kötel. csökkenése	9 035
Adósság növekedése	0	Adósság csökkenése	766 667
<b>Alapok forrása összesen</b>	<b>481 015</b>	<b>Alapok felhasználása összesen</b>	<b>1 007 689</b>

Forrás: Saját szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján

A felhasználásokkal csökkentett források = 481 015 – 1 007 689 = - 526 674 ezer HUF.

1.  $480\,675/481\,015 \Rightarrow 99,9\%$  (elvárás: min 80%)

2.  $0/1\,013\,882 \Rightarrow$  Nulla (elvárás: max. 60%)

3.  $480\,675/0 =$  Nem lehet értelmezni. (Elvárás: a működési források jelentősen meghaladják az osztalékfizetés nagyságát.)

Tehát a csődbejelentés évében úgy csökkent a pénzeszközök nagysága, hogy az 'Alapok összes forrásának' szinte teljes része származott a működésből, a befektetések nem történtek, ráadásul osztalékot sem fizettek, mert a cég továbbra is veszteséget termelt (6-56. táblázat).

A vállalkozások születnek és meghalnak, közben életútjuk fellendülő és hanyatló szakaszok egymásutánjából áll, amelyek a menedzselési eszköztár nemcsak széles tárházának létrejöttét

váltották ki, hanem napjainkban is megújul és bővül, különös tekintettel a modern informatikai megoldások terén. Mivel a vállalkozások nem folyamatosan fejlődnek, hanem időnként fellendülnek, időnként stagnálnak, vagy éppen visszaesnek, a vállalkozások életciklusairól beszélhetünk.

Hoványi (1995) rámutat arra, hogy a visszaeséseknél a lényeg azon van, hogy az előre tervezetten, a jövőbeni nagyobb mértékű növekedés érdekében történjen. Ennek a jövőbeni növekedési útnak számos elágazása lehet a mód és irány függvényében (Katits – Kucséber – Szalka, 2013). Ezekből az egyik elágazás a külső növekedési mód, amelynek egyik megvalósulási formája a vállalati fúziók és felvásárlások (M&A = *Mergers&Acquisitions*). Ebben a növekedési módozatban az M&A egy eszközt jelent az értékteremtéshez (Papp – Tóth, 2006). Az M&A azonban a talpon maradás egyik eszköze is a globális piacon. A varázsszó: a szinergia, amikor két vállalat hatékonyan kombinálja az eltérő piacokon vagy résztevékenységekben meglévő erősségeit. Az M&A mégsem csodaszer, hanem számtalan kockázatot rejtő, bonyolult ügylet. Mindezekből eredően úgy véljük, hogy az M&A létrejötte azonban nem kizárólag a vállalati növekedés szakaszában, hanem a cég indulásakor és stabilitásánál, de válságában is reális döntési alternatíva lehet, amely különböző kockázatokat hordoz. A célunk éppen ezt az állítást igazolni szekunder kutatás keretében.

## ÖSSZEFOGLALÁS

*“Life is change. Growth is optional. Choose wisely.”*  
/Karen Kaiser Clark/

A vállalati életszakaszok jellemzőit, okait és problémáit megoldó menedzselési technikák átgondolása után arra keressük a választ, hogy milyen **megoldási javaslatokkal és módszerekkel** lehetne növelni a menedzselési munka hatékonyságát. Ezek **érintik a hazai szakírók, az üzleti gyakorlat és a felsőoktatás művelőinek munkáját** egyaránt.

Itt most az alábbi javaslatcsokrot közöljük:

□ Kritikus jelentőségű az, hogy **van-e a cégnél valaki – döntési pozícióban – aki egyáltalán felismeri, és elég súlyosnak ítéli a válsággal járó problémákat?** – Ha igen, akkor a **probléma felismerésének kezdeményezője befolyásolja a választott stratégia természetét.** Vajon **van-e a cégnél valaki, aki a probléma komolyságát felismeri, miközben különbséget tud tenni a kudarc és az átmeneti hanyatlás jelzéseiből következő probléma között?** – Ha igen, akkor ez **befolyásolja azt, hogy csak egy rövid, átmeneti fellendülés következik be, vagy pedig a cég képes visszatérni a növekedési pályára.** Vajon a cégnél **végrehajt-e valaki olyan intézkedést, amely megállítja a vállalat helyzetének válságból eredő romlását?** – Ha igen, akkor a **probléma-elhárítás folyamatát elindítójuk szándékai, döntéseinek következményei befolyásolják.**

□ A válságot csak akkor győzhetjük le, ha a **vezetés kíméletlenül felfedi egy átfogó és precíz audit keretében a válság okait és jelzéseit, valamint egyúttal gyors döntésre is képes.** Röviden: **egy professzionális válságmenedzsmet a helyes úton vezet és konzekvensen megvalósít. Nem maradhatnak el a felesleges kapacitások tudatos leépítésére vonatkozó döntések, és ki kell dolgozni a redukált kapacitások gazdaságos működtetésének alternatíváit is.**

□ A vállalati kommunikáció PR-konceptiójának kidolgozásánál tekintettel kell lenni mind a vállalati, nem szisztematikus, mind pedig a cég által indukált – piaci és pénzügygazdasági – kockázatra is. A **válságkommunikációs menedzsmet** első lépése legyen ezeknek a **potenciális kockázatoknak az azonosítása és elemzése** a különböző scenáriók függvényében.

□ **Nem létezik univerzálisan érvényes válságmenedzselési receptkönyv.** Az intézkedési csomag kiválasztását mindig az **adott vállalkozás szituációja, karakterisztikája és (makrogazdasági) keretfeltételei** szabják meg. Ezeket az **adekvát intézkedéseket nem elég konzekvens módon végrehajtani, nem elég minden résztvevőnek „egy húron pendülni”, de elengedhetetlen feltétel a folyamatos és tárgyilagos kommunikáció megszervezése a külső és a belső partnerekkel egyaránt.** A kommunikálás elmulasztása, vagy éppen a rossz kommunikálás a legbiztosabb útja annak, hogy a részleges válság az egész vállalatot átfogó válsággá terebélyesedjék.

□ A **válság jelzéseinek és okainak kutatását támogatják a korai felismerő-figyelmeztető-előrejelző rendszerek.** Napjainkban ezeknek a rendszereknek már a **4. generációját** fejlesztik! **Úgy véljük, hogy gazdaságunkban ezeknek a rendszereknek a funkcióvá válásuk hatékonysága jórészt a vállalati menedzsmet tapasztalatán, tudásán, kreativitásán múlik.**

□ Amennyiben – a Noszkay (2009, 25) vélekedése szerint – **változásmenedzselés nélkül nem lehet válságmenedzselést folytatni, úgy a menedzsereknek nemcsak menedzselési ismeretekkel, hanem VÁLTOZTATÁSMENEDZSELÉSI ISMERETEKKEL is kell rendelkezniük, mivel piacgazdasági közegben változatlanul nem működhet egy cég sem.**





'Nem' menedzserek, és 'NEMCSAK' VÁLSÁGMENEDZSEREK, hanem TURNAROUND MENEDZSEREK képzésének igénye szükségeltetik. A PROFESSZIONÁLIS TURNAROUND ÉS CSŐDMENEDZSEREK létét igényli a jelenlegi gazdasági helyzet.



Képzésükhöz PROFESSZIONÁLIS OKTATÁSI ANYAGOK szükségesek. Ennek alapját azok a szakmai érdekszövetségek jelenthetik, amelyek egyrészt a felsőoktatási intézményekkel, másrészt pedig a tanácsadói szakmák képviselőivel együttműködve azon munkálkodnak, hogy az említett 'szakmákat' korszerű ismeretanyagokból lehessen elsajátítani.



Egyrészt, ha egy vállalkozás nem lehet folyamatosan sikeres, akkor a működés hanyatló szakaszának bekövetkeztét is természetes eseménynek kell tekinteni, másrészt pedig, ha az életciklusok különböző kockázati faktorokkal járnak, akkor a menedzserek számára 'nem' kockázatkezelési, hanem ÉLETCIKLUS-KOCKÁZATOK KEZELÉSI TECHNIKÁKAT kell kidolgozni.



PRAKTIKUS TUDÁSANYAGGAL kell rendelkezni a vállalati működés minden szakaszában felmerülő változások/változtatások, így

alapítás/növekedés/működés-megőrzés/tőkekivonás/válság/csőd/felszámolás/fúzió

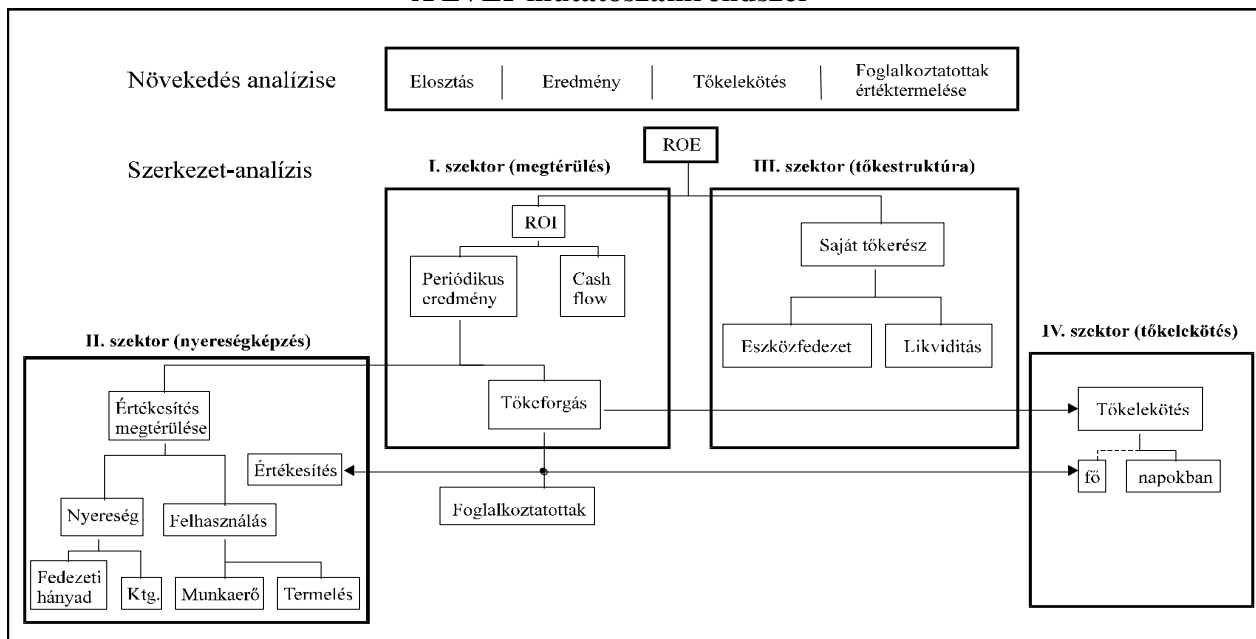
kihívásaink kezeléséhez is. Ezek a kihívások szükségszerűen ÚJ MENEDZSER KOMPETENCIÁKAT hívnak életre.

## FÜGGELEK

### 1. függelék: Két multikauzális mutatószámrendszer

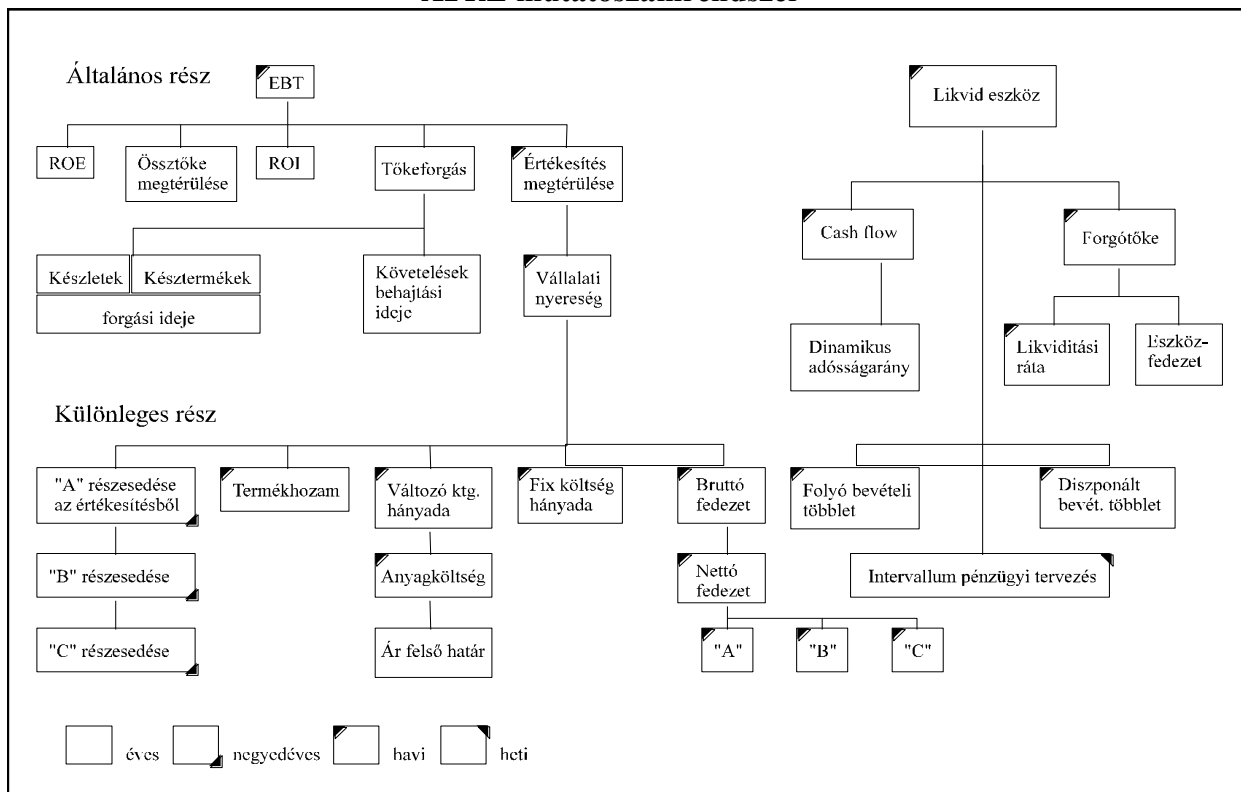
A ZVEI (*Zentralverband der Elektronischen Industrie*)-mutatószám rendszer (alkalmazási lehetőségei nemcsak az elektronikai üzletág vállalataira korlátozódnak) és az RL (*Reichmann-Lachnit*) mutatószám rendszer segítségével értékelhetjük.

#### A ZVEI mutatószámrendszer



Forrás: Katits, 2010.

#### Az RL mutatószámrendszer



Forrás: Katits, 2010.

## 2. függelék: „Vállalati válság-kisokos”, avagy a vállalati válság kis szótára

**Adós:** az a gazdálkodó szervezet, amely tartozásait (tartozásait) az esedékességkor nem tudja vagy előreláthatóan nem tudja kiegyenlíteni.

**Adósság:** a mérleg 'forrás' oldalán a hosszú lejáratú kötelezettségek nagysága. (Ne vonjuk össze a rövid lejáratú kötelezettségek nagyságával, mert ez utóbbi közvetlenül a fizetőképességet befolyásolja.)

**Agency-costs:** Jensen-Meckling (1976) *agency costs* teóriája arra épül, hogy a vállalkozó társtulajdonosokat bevon, de az üzletvezető marad. Minél csekélyebb a társaság üzletvezetésének részesedési kvótája, annál nagyobb az érdeke a nem spekulációs előnyök szerzésében (autó, szolgálati lakás, stb.). Mivel a belépő részvényesek az üzletvezető viselkedését előre látják, megpróbálják az üzletvezető számukra gazdaságilag káros cselekvési lehetőségeit szerződéses úton korlátozni, illetve az üzletvezetőt kontrollálni. A szerződéses korlátozások költségeit, a megfigyelés költségeit és a menedzser 'hibás viselkedésének' hátrányait együttesen *agency costs*-nak nevezzük. A Jensen-Meckling teória arra az esetre érvényes, amikor a vállalkozó azt mérlegeli, hogy milyen mértékben célszerű a vállalati expanzió finanszírozása új részvényesek bevonásával, illetve kölcsön finanszírozással.

**Aktív válságmenedzselés:** a válságproblémák megjelenésekor gyors és hatékony intézkedésekkel igyekszik megakadályozni a válság tartóssá válását – új piac felkutatása, költségek csökkentése, a minőség javítása, stb.

**Beolvadás:** a beolvadó gazdasági társaság megszűnik, és annak vagyona az átvevő gazdasági társaságra, mint jogutódra száll át, amelynek társasági formája változatlan marad

**Biztosított hitelező:** az adós cégnek (üzleti partnernek) csak fedezetbiztosíték (zálogjog, kezességvállalás, banki garancia, stb.) ellenében nyújt finanszírozási forrást, s így ha az adós nem fizeti tartozását, akkor a fedezett-biztosított vagyontárgyak kiadásával érvényesíti igényét.

**Csőd:** egy fizetésképtelen vállalkozás esetében olyan helyzetet jelent, amikor az adós és hitelezői egy független segítővel próbálják az adósságokat átütemezni és a fizetőképességet helyreállítani. Hétköznapi értelemben a csőd olyan helyzetet jelent, amikor valakinek egy vállalkozása nem sikerül.

**Csődbiztos:** a bíróság által a rendes csődeljárásban a csődnnyitással kijelölt szakértő, akinek a feladata a hitelezői igények befogadása, nyilvántartásba vétele, visszaigazolása, valamint a hitelezők döntéséig – törvényi korlátok között – a vagyon kezelése. (Magyarországon vagyonfelügyelő látja el ezeket a feladatokat.)

**Csődegyezés:** az adós és a hitelezők között a hitelezői gyűlésen létrejött, az eljárás befejezésére irányuló hitelezői többségi megállapodás, amelynek bírósági jóváhagyásával a csődeljárás megszűnik.

**Csődeljárás:** A csődeljárás célja a még életképes szervezet átstrukturálása. Csődeljárás megindítását csak az adós kérelmezheti a bíróságon. Amennyiben nincs csődegyezés, úgy a felszámolási eljárás beindul. A csődeljárás alapvetően jogi-, gazdasági-, pénzügyi és változtatásmenedzselési folyamat, amelynek közzétételétől számított 90 napig az adóst fizetési haladék illeti meg a hitelezőkkel, pénzkövetelőkkel szemben. Ennek az a feltétele, hogy az adós

köteles a fizetőképesség helyreállítására alkalmas programot és egyezségi javaslatot kidolgozni, s azt a hitelezőkkel megtárgyalva elfogadtatni. Az adós, a hitelező, a végelszámoló, a külföldi főeljárás felszámolója, illetve a jogszabályban erre felhatalmazott szervek által az adós fenyegető fizetéseképtelensége vagy fizetéseképtelensége esetén kezdeményezett nem peres eljárás. A csődeljárás célja az, hogy az adós számára lehetőséget nyújtson tartozásai rendezésére, illetve hitelezőivel való megegyezésre annak érdekében, hogy a fizetéseképtelenség miatti felszámolási eljárást és a megszüntetést elkerülje.

- **Adós által irányított csődeljárás:** az adós által kezdeményezett csődeljárás, amelyben a hitelezői gyűlésen való döntés bírósági jóváhagyásáig az adós vezetése a vagyon felett a bíróság által kijelölt vagyonszámoló jogai által korlátozott rendelkezési joggal rendelkezik.
- **Rendes csődeljárás:** az adós (ha nem kívánja a korlátozott rendelkezési jogot sem fenntartani), a hitelező, a végelszámoló, a másodlagos főeljárás felszámolója, illetve az erre felhatalmazott szervek által kezdeményezett csődeljárás, melyben a csődnyitást követően a vagyon feletti rendelkezési jogot a csődbiztos veszi át a hitelezői gyűlésen hozott döntés bírósági jóváhagyásáig;

**Csődeljárás iránti kérelem:** Az adós cég vezető tisztségviselője benyújtja a cégbíróságnak.

**Csődhitelező:** a csődnyitás után az eljárás alatt az adós tevékenységének folytatásával, illetve tevékenységének befejezésével kapcsolatban keletkezett tartozások-, és az eljárás során felmerült költségek hitelezője.

**Csődköltségek:** Csődbe jutás költséggel jár, amely a hitelezői igények kielégítésére fordított pénz- és vagyonalapot szűkíti, s a hitelezői követeléseket nem lehet teljes mértékben kielégíteni. Két csoportja van: közvetlen és közvetett csődköltségek.

**Csődtörvény:** 1992. január elsején lépett hatályba a csődeljárásról, a felszámolási eljárásról és a végelszámolásról szóló XLIX. törvény, amelynek utolsó módosítása 2009. szeptember elsejétől érvényes, s ez 2009. évi LI. törvény. 2006-ban ebből a törvényből kikerült a végelszámolási eljárás.

**Csődön kívüli egyezés** (gyakran kényszeregyezés) egy "puha" válságkezelő módszer. A pénzügyi gondok megoldásának egyik útja az adósság egy részének vagy egészének átütemezése. A másik lehetőség az, hogy hitelezői szerepét átváltja tulajdonosi szerepre, követelését tulajdonosi jogot biztosító részvényre cseréli. A harmadik lehetőség a szanálás, amely olyan állami támogatás, amely átmeneti védelmet és tartós feltételekhez kötött stabilitást biztosít.

**Csődmenedzselés:** alapvetően jogi, pénzügygazdasági és változtatásmenedzselési folyamat, amelynek során tekintettel kell kenni társaságjogi, adózási szempontokra, valamint munka-, csőd- és bankjogi vonatkozásokra.

**Csődvagyon:** az a vagyon, mellyel az adós a csődnyitás időpontjában rendelkezik, vagy azt követően az eljárás alatt szerez, illetve visszaszerez.

**Csődvédelem:** azt szolgálja, hogy az adós cég lejárt tartozásaiért helytállni nem képes vállalkozást a hitelezők azonnal ne számolhassanak fel. A fizetéseképtelen vállalkozás tulajdonosai a csődeljárás keretében az állam felügyelete mellett meg próbálják a vállalkozást megmenteni. Ehhez általában közérdek fűződik, mivel sok vállalkozás a pillanatnyi

fizetésektelenség ellenére újra értéktermelővé válhat, amivel egyben munkavállalóinak és üzletfeleinek is sok kellemetlenséget takaríthat meg. A magyar jogban a csődvédelmet a csődeljárás garantálja. A sikertelen csődeljárás után a hitelezők a vállalkozást felszámolhatják.

**Egyszerűsített végelszámolás:** csak a jogi személyiség nélküli gazdasági társaságot (bt. és kkt.) érinti. Ez csak akkor történhet, ha a cég végelszámolása kezdő időpontjától számított 120 napon belül befejeződik.

**Eladósodottság:** a vállalat az eladósodottság állapotában van akkor, ha kötelezettségei meghaladják a vagyonát.

**Emergency take off = 'meredek felszállás szükségállapotban':** Olyan kríziskezelő technika, amit akkor alkalmazunk, amikor a válsághelyzet kiteljesedett, s az egész vállalatot érinti. A vállalati működés környezetére jellemző a stagnálás, a visszaesés és a válság. Nemcsak a válság megoldásra fordítható idő szűkös, de a válságkezelésre felhasználható eszközök korlátozottabbak is. Ennek megfelelően a válságmenedzselés mozgástere beszűkül. A válságmegoldás eszköze többnyire olyan új földrajzi régióban való terjeszkedés, vagy súlypontáthelyezés, amelyben nem következett be gazdasági visszaesés.

**Jövedelmi válság:** amikor a vállalat üzleti forgalma jelentősen csökken, jövedelmezősége radikálisan romlik, és nincs anyagi erő az innováció megindítására. A közeli célok elérése közvetlen veszélybe kerül.

**”Erős” jelzés:** konkrét, egyértelműen értelmezhető információtartalma van, amely kockázatnál gyakran jelentkezik.

**Felszámolás:** a csődeljárásnak a hitelezői gyűlésen hozott döntés bírósági jóváhagyásával induló azon szakasza, amelynek feladata a hitelezők döntése alapján a vagyon értékesítése, a befolyt pénzeszög hitelezők között történő szétosztása. Felszámolásként folytatódik a hitelezői gyűlést követően a bíróság végzése alapján az eljárás hitelezői döntés hiányában, illetve a szankció jellegű eljárások esetén.

**Felszámoló:** a felszámolásról szóló bírósági döntéssel felszámolóként kijelölt szakértő, akinek feladata a vagyon kezelése, értékesítése, s annak megtörténte után a vagyonfelosztási javaslat jóváhagyását követően a vagyon ennek alapján történő szétosztása.

**Fizetési haladék (moratórium):** célja a csődvagyon megőrzése a hitelezőkkel kötendő egyezség érdekében. A csődeljárás során olyan programot kell kidolgozni, amely alkalmas az adós megrendült fizetési képességének helyreállítására és ezzel a hitelezők bizalmának visszaszerzésére. A csődeljárás megkívánja az adós és a hitelezők aktív közreműködését, mert az érdemi munka – egyeztetés, egyezségkötés – az adós és a hitelező feladata, a bíróságnak csak a törvényesség betartására kell ügyelnie. Itt nem arról van szó, hogy a kötelezett nem teljesít, hanem arról, hogy a Cstv. alapján minden vele szemben esedékessé vált pénzkövetelésre az adós törvényi halasztást kap.

**Fizetésektelenség:** A vállalat fizetésektelen akkor, ha rövid lejáratú tartozásait (szállítói, bér-, járulék-, adó-, ÁFA- és osztalék tartozásait, valamint a hitelek és kölcsönök kamatait és törlesztéseit) már nem képes/nem tudja fizetni.

**Fizetőképesség helyreállítására alkalmas program és egyezségi javaslat:** alkalmas az adós megrendült fizetési képességének helyreállítására és ezzel a hitelezők bizalmának visszaszerzésére.

**Felszámolási eljárás:** Amennyiben nincsen csődegyezés, úgy a felszámolási eljárás beindul, ám ezt az adós és hitelező is kezdeményezheti. A végeredmény a gazdálkodó szervezet jogutód nélküli megszűnése.

**Fizetéseképtelenség rendezése:** piacgazdaságban alapvetően 3 rendezési módja lehet:

1. Az adós és a hitelezők közötti bizalom esetén az adósságok átütemezése **csődön kívüli egyezés** keretében.
2. A **csődeljárás iránti kérelem benyújtásával és jóváhagyásával** az adós gazdálkodó szervezet fizetőképességének, illetve működésének helyreállítására irányuló reorganizáció.
3. Az adóssal szembeni hitelezői követelések kielégítésére és az adós működésének lezárására irányuló **felszámolás**.

**Futurológia, jöcökutatás:** a tevékenység komplex jövőképeinek előrevetítése, a jövőt befolyásoló tényezők vizsgálata.

**”Gyenge” jelzés:** rosszul strukturált információ, amelynek több interpretációs lehetősége van. Magában foglal olyan bizonytalanságot, amelynek felismerése stratégiai jelentőségű, ezért ezt az információt megfelelően kell értékelni és feldolgozni.

**Hitelező:** (1) a csődnyitás előtt keletkezett igénnyel rendelkező, a vagyonfelügyelő vagy a felszámoló által nyilvántartásba vett hitelező, (2) a csődnyitás után a fizetéseképtelenségi eljárásban keletkezett, nem csődhitelezői igénnyel rendelkező hitelező, vagyis, akinek vagy az adóssal szemben jogerős és végrehajtható bírósági, hatósági határozaton (végrehajtható okiraton) alapuló, az adós által nem vitatott, lejárt pénz- vagy vagyoni követelése van, a csődeljárás kezdő időpontjában (ami a csődeljárás elrendeléséről szóló bírósági végzés közzétételének napja) még le nem járt, de az adós által elismert pénz- vagy vagyoni követelése van.

**Hitelezői választmány:** figyelemmel kíséri a csődeljárás alatt a vagyonfelügyelő tevékenységét, és a választmányt létrehozó hitelezőket képviseli a bíróság előtt, illetve a vagyonfelügyelővel való kapcsolat során, továbbá gyakorolja az e törvényben meghatározott jogköröket.

**Ideiglenes tőkejuttató (hitelező):** a vállalkozásoknak adott pénzügyi források visszafizetését várják kamatokkal együtt meghatározott idő letelte után. Az ideiglenes tőke formájában történő tőkejuttatás történhet hosszú távon kötvénnyel, de lehetséges közép- és rövid távon is, banki kölcsönnel.

**Ideiglenes vagyonfelügyelő:** a hitelező által kezdeményezett rendes csődeljárásban a hitelező kérelmére a bíróság által kijelölt szakértő, akinek feladata a csődnyitásig az adós vagyonának védelme érdekében a gazdálkodás felügyelete és ellenőrzése,

**Inszolvens a vállalat** akkor, ha a fizetéseképtelenség vagy eladósodottság állapotában van. Ennek az a következménye, hogy kötelezettségeit már nem képes/nem tudja fizetni.

**Kezelhető akut válságfázis:** a válságjelek egyértelműen felismerhetők és jelen vannak a vállalati gazdálkodás folyamatában és több funkcionális területen is érezhető a hatásuk. A termelési problémák gyakoribbá és súlyosabbá válnak. Az anyagellátási zavarok miatt ismétlődő teljesítési késedelem következményeit is viselni kell (növekvő kötbérek). Egyre több vevői panasz a termék vagy a szolgáltatás minőségére. Az előbbi történések miatt elindul a vevők elpártolása. A pénzügyi egyensúly nagyon labilissá válik. A beavatkozás alapvető célja a válság menedzselése oly módon, hogy a válság kezelhetetlenné, visszafordíthatatlanná ne váljon. A bankokkal a hitelek átütemezéséről kell tárgyalni. A termelés finanszírozásának egyik alapvető törekvése a vevői előlegből fedezni a költségeket, illetve annak minél nagyobb részét. A társadalombiztosítással és az államháztartással kapcsolatos kötelezettségek felhalmozódnak. A sikertelenség, a frusztráció miatt a legjobb szakemberek elvándorlása is megkezdődik.

**Kezelhetetlen akut válságfázis:** a válság jelei nem lehetséges tünetekként, hanem mint bizonyítékok minden kétséget kizáróan megjelennek a vállalati kimutatásokban. Gyakorivá válik a minőségi problémák előfordulása, a hibás áruk visszaszállítása és az újragyártás. Nem lehet biztosítani a termelés kívánt hatékonyságát az alapanyag ellátás zavarai miatt. Az értékesítési terv számai tarthatatlanok. A szállítók csak azonnali készpénzfizetés ellenében, nagyon sokszor csak a már meglévő régebbi tartozások egy részének kiegyenlítése esetén hajlandók teljesíteni. A készpénzforgalom negatív egyenlege miatt a számlavezető banknál a beszédési megbízásokat sorba állítják. A beérkező pénzek számláról való bank által történő leemelés megelőzése érdekében előtérbe kerülnek a bankot megkerülő, kiiktató fizetési akciók. A bankban a vállalat hiteleit kétes kintlévőséggé minősítik. A fizetési késedelem, a nem fizetés miatt felszámított kamatos kamat következtében a hiteltartozások állománya egyre nagyobb ütemben növekszik. Az alkalmazottak nagy számban hagyják el a céget. A jó szakemberek tömeges elpártolása nyomán szakemberhiány alakulhat ki, amely tovább súlyosbítja az amúgy is nehéz helyzetet. Ennek a szakasznak az alapvető teendője a reorganizálás, a vállalat talpra állítása, sorsának rendezése. A vállalatot a felszámolás veszélye fenyegeti.

**Korai figyelmeztető rendszerek** (*Earley Warning System, Frühwarnsystem*): feladata a "gyenge" jelek korai észlelése a potenciális válságra.

**Közvetett csőd-költségek:** az elmaradt bevételek, illetve az elveszített piaci érték formájában jelentkeznek (csökkenő hitelképesség, a megrendelők bizalmatlansága a cég fennmaradásában, árbevételi veszteség a kiszállítási biztonság meggyengülése következtében, a vagyonfelügyelő lehetséges hibás döntéseinek hatásai, értékes alkalmazottak eltávoznak, a potenciálisan ígéretes programok elejtése a pénz megóvása miatt, a hitelezők közötti konfliktusok elkerülése, stb.).

**Közvetlen csőd-költségek:** jogi és adminisztrációs költségek (a csőd bejelentésének, közzétételének költségei, a válságteam felállítása és fenntartása, a kirendelt vagyonfelügyelő díjazása és igazolt költségei).

**Látens válságfázis:** a válságfolyamatok rejtetten jelen vannak a vállalati működésben, de még nem manifesztálódnak. Lehetséges tünetek: nehézségek a vevőkapcsolatokban (fizetésük késedelme, megrendelések gyakori visszavonása), a termelési mutatók – például a készletállomány, a piaci részesedés, a hatékonyság – negatív változásai; a korábbi évekhez hasonló eredmény megőrzése "látszólagos" tartása érdekében könyvelési manőverek szükségesek. Az egyes elemek elszigeteltnek tűnnek, összefüggésük még nem egészen nyilvánvaló. Ebben a fázisban a szállítók, a vevők és a bankok is meggyőződhetnek arról, hogy átmeneti zavarokról van szó

**Likviditási válság:** rövid távon, esetleg azonnal érezteti hatását oly módon, hogy a vállalat léte is kockán foroghat. Az esedékes fizetési kötelezettségek teljesítésének zavara.

**Nem biztosított hitelező:** az adós cégnek (üzleti partnernek) fedezetbiztosíték (zálogjog, kezességvállalás, banki garancia, stb.) nélkül nyújt finanszírozási forrást, s így ha az adós nem fizeti tartozását, akkor a fedezett-biztosított vagyontárgyak kiadásával nem képes/nem tudja érvényesíteni igényét.

**Operatív reorganizációs tervezés:** csak a rövid távú szempontokra irányul, csupán a reorganizációs fázist, vagy csak annak egy részét öleli fel. Nem kényszerűen a vállalkozás egészét, hanem gyakran csak a vállalkozás részterületeire (részfunkcióira) vonatkozó döntéseket érint.

**Operatív válság:** rövid távon fenyegeti a vállalati létet. Gyors beavatkozást igényel, mert ennek elmaradása esetén rövid idő alatt megsemmisülhet a cég. Ok lehet az elkényelmesedés, a jó eredmények elaltatják, túl magabiztossá teszik a menedzsereket, és így nem figyelnek a gyenge válságjelekre.

**Összeolvadás:** az egyesülő gazdasági társaságok megszűnnek, és vagyonuk az átalakulással létrejövő új gazdasági társaságra, mint jogutódra száll át.

**Potenciális válságfázis:** még nincsen kialakult válság, de létrejöttének feltételei jelen vannak. Ilyen tényezők például a nem megfelelő szerződéses partner választása; a nem megfelelő fizetési mód alkalmazása, bankgarancia és vagy fedezetigazolás elhanyagolása, biztosító kihagyása, a késedelmes fizetés esetére vonatkozó jogi garanciák szerződésből való kihagyása a vevőkapcsolatok menedzselése során; a saját fizetési kötelezettségek teljesítésének elhanyagolása.

**Preventív válságmenedzselés** nemcsak kezdődő válsághoz, hanem normál üzletmenethez is kapcsolódik. Alapvető célja: a vállalat megtartása az adott kedvező piaci helyzetben, a válságjelenségek felbukkanásának lehetőségét minimálisra csökkentve. Ennek során a vállalat, figyelmeztető rendszerek alkalmazásával, igyekszik előre jelezni, érzékelni a válságjeleket. A várható problémák megelőzésére intézkedéseket tesz, ezzel megakadályozza a válság kifejlődését. Eszközei a megelőző, előre óvó-védő, vagyis az ún. profilaktikus technikák: jövőkutató, futurologia, korai figyelmeztető rendszer, trendszámítás és -elemzés.

**Preventív turnaround:** magában foglalja a hosszabb időszakra (néhány évre) szóló főleg stratégiai jellegű elemzéseket, az új erős pontok és pozíciók kialakítását, a pénzügyi ellenőrzés megerősítését (kontrolling bevezetésével) és a vezetésben történő esetleges változtatásokat is.

**Projektelvetés:** bizonyos előre nem látható problémák következtében, valamilyen jövőbeni időpontban jövedelmezőbb lehet elvetni, mint tovább működtetni adott projektet, annak ellenére, hogy gazdasági élettartama nem ér véget. Ez az eset akkor áll fenn, ha például a projekt költsége/haszna az élettartam során változik, vagy amikor egy eszköz piaci értéke az élettartam során várhatóan nagyobb arányban növekszik, mint annak vállalati használatából származó pénzáram. Ha figyelembe vesszük ezt a lehetőséget a döntési folyamatban, akkor ez növelheti a projekt várható nettó jelenértékét és csökkentheti megtérülésének szórását.

**Quick take off = 'meredek felszállás':** olyan turnaround válságmenedzselési eszköz, amikor a válság teljes, a vállalat egészére kiterjed, a megszűnés veszélye jelen van. (A vállalati



működés verseny- és háttérkörnyezetében növekedés van.) Új vezető, csúcsmenedzser a válság kezelője. Nem lehet bizalom abban a felső vezetőben, akinek az irányításával válságba jutott a cég. A válságmenedzser általában egy új és általa jól ismert szakemberekből álló vezetői csoport bevonásával dolgozik. Alapkövetelmény az időtényező figyelembe vétele. Gyors kilábalás, kisebb veszteség. Ebben az esetben általában az egész menedzsmentet le kell váltani, s a válságmenedzselés az új felsővezetői *team* feladata lesz. A radikális vezetőségváltás után új célokért, új szervezetben, új működési rendben kell a vállalatnak leküzdeni mély válságát. A válság ugyanis már nem szigetelhető el, áthatja a vállalat egészét

**Reaktív válságmenedzselés:** a már tartósan ható válság elhárítására, megszüntetésére irányul. Központjában az időnyerés áll, melynek célja a később eredményt hozó intézkedések feltételeit megteremteni.

**Reaktív *turnaround*:** az idő sürgetése és a válság kiterjedése miatt gyors és nagyléptékű globális válságelemzés után azonnal cselekedni kell. Gyors átfutású (néhány hónapos) akcióterveket (vagyonértékesítést, szervezetet „karcsúsítani”, veszteséges tevékenységeket felszámolni, létszámcsökkentést, telephelyek, üzletágak megszüntetését) kell kidolgozni a pénzügyi egyensúly, a fizetőképesség megőrzése érdekében.

**Reorganizáció:** a csődeljárásnak a hitelezői gyűlésen hozott döntés bírósági jóváhagyásával induló azon szakasza, amelynek feladata az adós és a hitelezők között kötött, bíróság által jóváhagyott megállapodás alapján az adós gazdálkodó szervezet fizetési képességének megszüntetése és az adós működőképességének helyreállítása válságkezeléssel a hitelezői igények részben vagy egészben történő kifizetése érdekében.

**Reorganizációs terv:** az adós és a hitelezők között a reorganizáció lefolytatása érdekében kidolgozott terv.

**Reorganizációs *turnaround*:** a vállalati válságterület körülhatárolásával és részletes elemzésekkel kirajzolódnak a viszonylag rövid távú (1-2 éves) projektek, amelyek erős ellenőrzés mellett történő megvalósításával felszámolhatják a válságjelenségeket. A projektek vonatkozhatnak a szervezet egyszerűsítésére, a decentralizációjára, a marketing javítására, a menedzsment átszervezésére, stb.

***Soft landing* = 'sima leszállás':** olyan *turnaround* válságmenedzselési eszköz, amikor még elszigetelhető a válság a vállalatnál, vagyis amikor ez még nem szembesül a megszűnés veszélyével. A válságkezelést egy szakmailag alkalmas funkcionális vezetőre vagy projektmenedzserre bízják, amelyekben a megoldással megbízott válságmenedzser és stábját mintegy teljes hatalmat kap, s közben a vállalat nagyobb része a korábban kitűzött célokért, a korábban kialakított szervezetben és működési rendben tevékenykedik, az addigi vállalatvezetés irányításával. Ilyenkor a válsághelyzet megoldásának utolsó lépéseként a válságmenedzser mintegy beilleszti, integrálja a korábbi válságterületet a vállalat egészének szervezetébe, működési rendjébe, s ezzel megszűnik megbízatása.

**Stratégiai tőkekivonás:** a jövőbeni fejlesztést állítja előtérbe és ennek megfelelő sikerpotenciálra szert tenni, ami a vállalat érték növekedését szolgálja.

**Stratégiai reorganizációs tervezés:** a válságba jutott vállalkozásunk hozamerejének helyreállításához és tartós biztosításához szükséges hosszú távon ható, a vállalati működés egészére kiterjedő és a létező potenciálok esetleges változtatásaira irányuló intézkedések

összessége. Súlypontjai: a reorganizációt érintő üzleti tér tervezése, egy ésszerű jogi struktúra/szervezeti felépítés tervezése és a vállalkozás vezetési erejének tervezése.

**Stratégiai válság:** két fő tényezőre vezethető vissza:

1. a vállalat stratégiája nem felel meg a környezeti feltételeknek;
2. a szervezet belső jellemzői nem teszik lehetővé a stratégia megvalósítását, amikor a vállalati vezetők nem ismerik fel a távolabbi jövőt alakító feltételeket, a változási tendenciákat, a lehetőségeket és fenyegetéseket. Ugyanaz a menedzseri magatartás mindkét válságtípus kialakulását előidézheti.

**Szanálás:** olyan állami támogatás, amely átmeneti védelmet és tartós feltételekhez kötött stabilitást biztosít. A szanálás összekapcsolódik alkalmazkodási programokkal, az alacsony hatékonyságot okozó tényezők felszámolásával. A vállalat csődjének elhárítására irányuló pénzügyi-, teljesítménygazdasági-, jogi- és szervezési intézkedések összessége, amely az (időtartamra vonatkoztatott) fizetéseképtelenség és hozamhelyzet hanyatlásának elkerülését szolgálja. Ezen intézkedések összességét szanálásnak nevezzük. Következésképpen a reorganizációs folyamat a szanálás egyik kifejeződési formája. A vállalatot nem érdemes szanálni akkor, ha nem segíthető újra jövedelmezőséghez vagy az eredetileg létezett jövedelmezőség nem állítható helyre. Ez esetben a csőd vagy a felszámolás előnyt élvez a lassú agóniával szemben.

**Tőkeköltség:** a vállalkozás által igénybe vett tőke költsége. Kölcsöntőke esetén ez a szerződésben rögzített kamat, részvénytőke esetén – a részvényfajtától függően – a fix vagy bizonytalan osztalék nagysága. A projektanalízisben használatos tőkeköltség az a (minimális) megtérülési követelmény, amelyet a beruházó feltétlenül elvár, hiszen mind az ideiglenes, mind a sajáttőke juttatók igényét is ki kell elégíteni. Ez azt jelenti egyrészt a tőkét igénybe vevő szempontjából, hogy a beruházás megtérülési rátája nem lehet alacsonyabb a felhasznált tőke költségénél. Másrészt pedig a tőkeköltség, ami a tőke használati költségeként (*opportunity cost*) fogható fel; azt követeli meg a befektetőtől, hogy annyi többlet profitot érjen el, amit máshol ugyanennek a tőkeadagnak a befektetésével érne el.

**Tőkestruktúra:** a társaság tartós forrásokkal történő finanszírozását jelenti, amit a hosszú lejáratú adósság, a törzs-, az elsőbbségi-, a dolgozói-, a kamatozó- és a visszaváltható részvény reprezentál, s amiből kizárjuk a rövid lejáratú tartozásokat. Ennek alapján a vállalati tőkestruktúra a finanszírozási struktúra részét alkotja.

**Trendszámítás és -elemzés:** a működő folyamatok várható változásainak előrejelzése.

**Tulajdonosi arány:** ezt a hányadost a hitelezők azért vizsgálják, mert ebből kiderül, hogy a tulajdonosok az üzlet teljes kockázatából mekkora részt vállalnak. Azt, hogy pangás esetén is kitart-e a tulajdonos a vállalkozás mellett, nagyban befolyásolja befektetett pénzének nagysága. Ha az összes tőkének csak egy kis része a sajátja, akkor nagy a kísértés a süllyedő hajó elhagyására.

$$\text{Tulajdonosi arány} = \frac{\text{Összes tőke} - \text{Hitelezői tőke}}{\text{Összes tőke}}$$

**Taktikai tőkekivonás:** cél a likviditási szűk keresztmetszeteket megszüntetni.

**Tőkekivonás:** a vállalati teljes struktúra még működő részeinek szabad akaratból (nem hivatalos felszólításra) történő kivonása végérvényes megszüntetéssel vagy értékesítéssel,

amely a tulajdonrészek csökkenését vonja maga után. Itt a szóban forgó vállalati egység számára olyan továbblétezési alternatívákat lehet átgondolni, mint például új termék kifejlesztése, létező termék továbbfejlesztése, új piacra való behatolás létező termékkel, stb. Itt felmerül az értékesítés alternatívája (például melyik időpontban, a teljes egység vagy egy részének értékesítése, 'Management Buy Out' vagy 'Leveraged Buy Out', stb.) mellett a megszüntetési alternatíva (például melyik időpontban, a teljesítmény fenntartásával vagy nem, stb.) is. Természetesen továbblétezés-értékesítés-megszüntetés kombinációkat is lehet képezni.

**Turnaround válságmenedzselés:** célja a hanyatlás tendenciájának megfordítása, a kudarcspirális megállítása a fellendülés érdekében. Egyelőre még olyan kisebb válsághelyzetekről van szó, amelyek elszigetelhetők a vállalaton belül. (Ez az ún. 'soft landing' megoldás.) A válság kibontakozását elháríthatjuk, a vállalati működést, még idejében, jó irányba fordíthatjuk. Ebben a szituációban jellemző a rendszertelenül fellépő likviditási szűk keresztmetszet, de még közvetlenül nem észlelhető a csődhelyzet veszélye.

**Ügynökelmélet:** olyan szituációk elemzésével foglalkozik, amelyben két fél eltérő érdekekkel rendelkezik, egymással függő viszonyban állnak, s az egyik fél, a megbízott ('agent') cselekedete befolyásolja mindkét fél boldogulását. Az a fél, akinek érdekében a megbízott cselekszik, az a megbízó ('principal'). A megbízó és megbízott közötti kapcsolatok teljesen problémamentesek a tökéletes információk világában. Egyik félnek sincs információs előnye a másik oldal kihasználására. A valóságban a részvényesek és a hitelezők közötti kapcsolatok aszimmetrikus információkkal jellemezhetők. A megbízott rendszerint többet tud az ügyletekről és annak eredményéről, mint a megbízó. A megbízó céljai eléréséhez biztosítani kell azt, hogy a megbízott cselekedete az ő érdekével ne álljon szemben.

**Vagyonfelügyelő:** (1) az adós által irányított eljárásban a csődnyitásról rendelkező határozatban kijelölt szakértő, akinek a feladata a hitelezői igények befogadása, nyilvántartásba vétele, visszaigazolása, valamint a hitelezői döntésig az adós vagyonának védelme érdekében a gazdálkodás felügyelete és ellenőrzése. (2) A reorganizációról való döntést követően feladata a reorganizációs terv végrehajtásának ellenőrzése, erről a bíróság tájékoztatása, valamint a hitelezői érdekek védelme.

**Vállalati fúzió:** ha két, korábban független vállalat egyesül, pontosabban fogalmazva, egy irányítás alá kerül. Megkülönböztetjük az összeolvadást és a beolvadást.

**Vállalati reorganizáció:** egy csődben levő vagy csőddel fenyegetett vállalatot újra rendbe hoznak pénzügyi, adósságrendező, szervezeti és személyi intézkedésekkel, átalakításokkal és beavatkozásokkal annak érdekében, hogy az átalakított vállalat részt vehessen a gazdasági életben szolid tőkebázissal és visszanyerhesse újra hozamerejét. Tehát a reorganizációs eljárás célja az adósságrendezés és a vállalat rehabilitációja.

**Vállalati válsághelyzet:** A válsághelyzetnek több külső jele van, így

- lanyha piaci aktivitás és műszaki teljesítmény (megtorpanás és lanyhulás),
  - tartalékok felélése és pazarlása (vegetálás),
  - piaci zavar gyors műszaki megújulású, kompetitív területeken (konjunkturális válság)
  - termékszerkezet és technológia elavulása (strukturális válság),
- ami beletorkollhat csődbe is. („Nem minden válság csőd, viszont minden csőd válság.”)

**Vállalati válságmenedzselés:** jól elhatárolható elméleti megállapodásokat és (főleg) gyakorlatot, technikát foglal magában. Eszközöket ajánl és módszertani segítséget nyújt a

válsághelyzetek megoldására. 3 fő típusa: 'preventív' = megelőző, *turnaround* = zavarelhárító és kríziskezelő.

**Válság jelzései:** a válság azonosítása, illetve különböző fázisai az ún. indikátorok segítségével nyomon követhetők. Az indikátorok a cég gazdasági helyzetének kvantitatív és kvalitatív aspektusain keresztül minden információ további vizsgálatának alakulásában (statikus és dinamikus szempontból) kirajzolódnak. Az indikátorok alapján véve, mint „tényezők” és „jelek” különböztethetők meg: a 'tényező'-indikátorok egyértelmű információk tartalmát hordoznak, amelyek biztos kifejezése a gazdasági helyzetnek. A 'jelzés'-indikátorok abban különböznek, hogy homályos információtartalmúak, ami a bizonytalanság (és kockázat) kifejezése. A jelzéseken belül megkülönböztethetjük az ún. „erős” jelzést és a „gyenge” jelzést.

**Válság okai:** a vállalati válságot előidéző belső és külső tényezők együttese.

**Végelszámolás:** jogutód nélküli megszűnést takar (mint a felszámolás esetében) akkor, ha a cég teljesíteni tudja tartozásait, azaz fizetőképes.

**Végelszámoló:** bárki lehet akkor, ha a vezető tisztségviselővel szemben támasztott követelményeknek megfelel, és a megbízatást elfogadja. Lehet jogi személy vagy jogi személyiség nélküli gazdasági társaság is. A végelszámoló megválasztásakor a végelszámoló díjazásáról, illetve a feladat ellátásának ingyenességéről is rendelkezik. A társaság végelszámolását általában a vezető tisztségviselője látja el. Ez alól kivétel az, ha a cégbíróság rendel ki végelszámolót a társaság megszűntnek nyilvánítása esetében és – rt-nél – ha a szavazatok legalább egytized részét képviselő tagok kéri a cégbíróságtól más személy végelszámolóként való kirendelését. Korlátlan felelősségű társaságnál (kkt., bt.) a végelszámolással kapcsolatos feladatokat a tagok által erre kijelölt személy látja el, aki leggyakrabban az üzletvezető. Ha a bt-nek csak a beltagejai maradnak, akkor a társaság megszűnik, kivéve akkor, ha a tagok a társasági szerződés módosításával a társaságnak kkt-ként való tovább folytatását határozzák el. A végelszámoló kijelölésével (kirendelésével) a társaság tisztségviselőinek, képviselőinek és dolgozóinak cégjegyzési jogosultsága megszűnik, jogaikat és kötelezettségeiket a végelszámoló gyakorolja.

## 2. függelék: Képletgyűjtemény

### A MŰKÖDÉS MEGKEZDÉSÉNEK PÉNZÜGYEI

$$\text{Adózás előtti eredmény } EBT = \frac{NP}{1 - T_C}$$

$$\text{Adózás utáni eredmény } EAT = NP = EBT \times (1 - T_C)$$

$$\text{Értékesítés bruttó árbevétele } \acute{E}B\acute{A} = GSR = NSR \times (1 + \acute{A}FA)$$

$$\text{Értékesítés nettó árbevétele } \acute{E}N\acute{A} = NSR = \frac{GSR}{1 + \acute{A}FA}$$

$$\acute{A}FA \text{ nagyság} = GSR - NSR$$

Az érzékenységvizsgálat célfüggvénye

$$GSR \times \frac{1}{1 + \acute{A}FA} - OC - THM - T_C \times \left( GSR \times \frac{1}{1 + \acute{A}FA} - OC - THM \right) = Div$$

### AZ OPERATÍV PÉNZÜGYEK

#### A FEDEZETI KÖLTSÉGSZÁMÍTÁS

$$F = NSR - VC \quad \acute{U}TE = F - FC = NSR - (VC + FC)$$

Biztonsági koefficiens

$$\frac{Q - Q_f}{Q}$$

Az egytermékes eset (fedezeti pontnál)

$$Q_f = \frac{FC}{p - vc} = \frac{FC}{f} \quad Q_f^* = \frac{FC - NCF}{f}$$

$$NSR_f = p \times Q_f = p \times \frac{FC}{f} = \frac{FC}{1 - \frac{vc}{p}} \quad NSR_f^* = p \times Q_f^*$$

$$p_f = vc + \frac{FC}{Q} \quad vc_f = p - \frac{FC}{Q}$$

A többtermékes eset (fedezeti pontnál és a fedezeti rangsor figyelembe vétele mellett)

$$Q_f = \frac{FC}{\sum_{i=1}^n p_i \times Q_i - \sum_{i=1}^n vc_i \times Q_i} = \frac{FC}{\sum_{i=1}^n f_i \times Q_i} = 1 \quad Q_f^* = \frac{FC - NCF}{\sum_{i=1}^n p_i \times Q_i - \sum_{i=1}^n vc_i \times Q_i} = \frac{FC - NCF}{\sum_{i=1}^n f_i \times Q_i} = 1$$

$$NSR_f = \frac{FC}{1 - \frac{\sum_{i=1}^n vc_i \times Q_i}{\sum_{i=1}^n p_i \times Q_i}} = \frac{FC}{\frac{\sum_{i=1}^n f_i \times Q_i}{\sum_{i=1}^n p_i \times Q_i}} \quad NSR_f^* = \frac{FC - NCF}{1 - \frac{\sum_{i=1}^n vc_i \times Q_i}{\sum_{i=1}^n p_i \times Q_i}} = \frac{FC - NCF}{\frac{\sum_{i=1}^n f_i \times Q_i}{\sum_{i=1}^n p_i \times Q_i}}$$

## A FORGÓTŐKE GAZDÁLKODÁS

$$f = \frac{NSR}{\bar{F}} \quad f_i = \frac{\bar{F} \times 365}{NSR} = \frac{365}{f} \quad f_{ix} = \frac{\bar{F}_x \times 365}{NSR}$$

$$f_i = f_{i_A} + f_{i_B} + f_{i_C} + f_{i_D}$$

$$f_{isz} = \frac{\bar{F}_{sz} \times 365}{B}$$

**Forgóeszközök** = Készletek + Követelések (kinnlevőségek) + Értékpapírok + Pénzeszközök

$\bar{F}_A$  vásárolt készletek átlagos nagysága

Saját termelésű készleteken belül  $\bar{F}_B$  befejezetlen és félkész-, valamint késztermékek átlagos nagysága

$\bar{F}_C$  átlagos követelések nagysága vevőkkel szemben

$\bar{F}_D$  pénzeszközök átlagos nagysága

Ha az értékpapírokat likviditási tartalékként kezeljük és a késztermékeket hitelben értékesítjük, akkor  $\bar{F} = \bar{F}_A + \bar{F}_B + \bar{F}_C + \bar{F}_D$

**Rövid lejáratú kötelezettségek** (tartozások)  $\bar{F}_{sz}$  szállítókkal, hitelezőkkel, munkavállalókkal, költségvetéssel, önkormányzattal szemben

**Forgótőke** = Forgóeszközök – Rövid lejáratú kötelezettségek

$f_{i_A}$  = a vásárolt készletek lekötési (raktározási) ideje  $\frac{\text{Vásárolt készletek}}{\text{Egy napra jutó értékesítési árbevétel}}$

$f_{i_B}$  = a saját termelésű készletek megmunkálási ideje  $\frac{\text{Saját termelésű készletek}}{\text{Egy napra jutó értékesítési árbevétel}}$

A működési cash ciklus ( $OCC = \text{Operating Cash Cycles}$ ) = Készlettartás ideje ( $DIH = \text{Days Inventory Held}$ ) + Vevői követelések behajtási ideje ( $DSO = \text{Days Sales Outstanding}$ )

$f_{i_A}$  = vásárolt készletek tárolásának ideje

$f_{i_B}$  = saját termelésű készletek megmunkálásának ideje

$f_{i_A} + f_{i_B} = DIH =$  készlettartás ideje

$f_{i_C} = DSO =$  vevőkkel szembeni követelések behajtási ideje

$f_{i_D} =$  pénzeszközök újra felhasználásának ideje

$f_{isz}$  = a szállítói tartozások rendezésének ideje

$B =$  Beszerzés, vagyis Anyagjellegű ráfordítás (termelő, szolgáltató) vagy ELÁBÉ (kereskedő)

**Forgási idő** =  $f_{i_A} + f_{i_B} + f_{i_C} + f_{i_D}$

**Finanszírozási idő** =  $f_{i_A} + f_{i_B} + f_{i_C} - f_{isz} = DIH + DSO - f_{isz} = OCC - f_{isz}$

$f$  fordulatszám (egyeses mutató)  $NSR$  értékesítés nettó árbevétele

$\bar{F}$  átlagos forgóeszköz állomány  $f_i$  forgási idő (fordított mutató)

$f_{ix}$  részleges megtérülési mutató (ahol x lehet A, B, C, D forgóeszközelem)

$f_{i_A}$  vásárolt készletek tárolási (raktározási) ideje

$f_{i_B}$  megmunkálási (gyártási) idő

$f_{i_C}$  (vevői) követelések (kinnlevőségek) behajtásának ideje

$f_{i_D}$  pénzeszközök lekötési ideje

- $f_{i_{SZ}}$  szállítói tartozások rendezésének ideje  
 $\bar{F}_A$  vásárolt készlet átlagos nagysága  
 $\bar{F}_B$  saját termelésű készlet átlagos nagysága  
 $\bar{F}_C$  (vevői) követelések (kinnlevőségek) átlagos nagysága  
 $\bar{F}_D$  pénzeszközök átlagos nagysága  
 $\bar{F}_{SZ}$  szállítói tartozások átlagos nagysága

$$\text{Likviditás I. fokozata} = \frac{\bar{F}_D}{RLK}$$

$$\text{Likviditás II. fokozata (gyors ráta)} = \frac{\bar{F}_D + \bar{F}_C}{RLK} = \frac{\bar{F} - (\bar{F}_A + \bar{F}_B)}{RLK}$$

$$\text{Likviditás III. fokozata} = \frac{\bar{F}}{RLK}$$

## A STRATÉGIAI PÉNZÜGYEK

### A BERUHÁZÁSI PROJEKT PÉNZÜGYI ÉRTÉKELÉSE

- **Kamatos kamatszámítás**

$$FV_n = PV \times (1 + k)^n$$

- **Jelenérték számítás vagy diszkontálás**

$$PV = \frac{FV_n}{(1 + k)^n} = FV_n \times \frac{1}{(1 + k)^n}$$

- **Annuitás jelenlegi értéke**

$$A_0 = R \times \left[ \frac{(1 + k)^n - 1}{k \times (1 + k)^n} \right]$$

- **Törlesztés**

$$R = A_0 \times \left[ \frac{k}{1 - \frac{1}{(1 + k)^n}} \right] = A_0 \times \left[ \frac{k \times (1 + k)^n}{(1 + k)^n - 1} \right]$$

- **Annuitás jövőbeli értéke**

$$A_n = R \times \left[ \frac{(1 + k)^n - 1}{k} \right]$$

- **Növekvő annuitás jövőbeli értéke**

$$A_n = R \times (1 + g) \times \frac{(1 + k)^n - (1 + g)^n}{k - g} \quad \text{akkor, ha } k > g$$

- **Növekvő annuitás jelenlegi értéke**

$$A_0 = R \times (1 + g) \times \left[ \frac{1 - \left( \frac{1 + g}{1 + k} \right)^n}{k - g} \right] \quad \text{akkor, ha } k > g$$

- **Örökjáradék jelenlegi értéke**

$$PV = \frac{\text{Konstans pénzáram}}{k}$$

- **Növekvő örökjáradék jelenlegi értéke**

$$PV = \frac{\text{Konstans pénzáram}_1}{k - g} \text{ akkor, ha } k > g$$

#### A statikus beruházási döntési kritérium

$$PI_1 = \frac{\sum_{t=1}^n C_t}{I_0} > 1$$

#### A dinamikus beruházási döntési kritérium

$$NPV = \frac{C_1}{1+k} + \frac{C_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+k)^n} - I_0 > 0$$

$$NPV \times q_k^n$$

$$\frac{C_1}{1+IRR} + \frac{C_2}{(1+IRR)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+IRR)^n} - I_0 = 0$$

$$\sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+IRR)^t} = I_0$$

$$\frac{CI_1}{1+IRR} + \frac{CI_2}{(1+IRR)^2} + \dots + \frac{CI_n}{(1+IRR)^n} = \frac{CO_1}{1+IRR} + \frac{CO_2}{(1+IRR)^2} + \dots + \frac{CO_n}{(1+IRR)^n}, \text{ ha } IRR \geq k$$

$$PI_2 = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+k)^t}}{I_0} = \frac{NPV + I_0}{I_0} > 1$$

#### A Fisher metszéspont

$$\sum_{t=1}^n \frac{C_t^I}{(1+IRR^*)} - I_0^I = \sum_{t=1}^n \frac{C_t^{II}}{(1+IRR^*)} - I_0^{II}$$

$C_1, C_2, \dots, C_n$  működési pénzáram  $I_0$  kezdeti beruházási kiadás

$\left( \sum_{t=1}^n C_t \right) - I_0$  nettó pénzáram  $n$  a vizsgálat vagy tervezés időtartama ( $t = 1, \dots, n$ )

$k$  a kalkulatív kamatrátá (piaci kamatrátá vagy tőke költség)

$CI_1, CI_2, \dots, CI_n$  a beruházásból származó pénzbeáramlás (*Cash Inflow*) éves értékei

$CO_1, CO_2, \dots, CO_n$  a beruházás pénzkiráramlásainak (*Cash Outflow*) éves értékei

### A VÁLLALATI TŐKESTRUKTÚRA TEÓRIÁK

#### Modigliani – Miller tételek

$$k_S = k + (k - k_B) \times \frac{B}{S} \text{ és } k_S = k + (k - k_B) \times \frac{B}{S} \times (1 - T_C)$$



$$V_L = \frac{EBIT \times (1 - T_C)}{k_U} + B \times T_C = V_U + B \times T_C$$

$$k = \left(\frac{B}{V}\right) \times k_B + \left(\frac{S}{V}\right) \times k_S \quad \text{és} \quad k = \left(\frac{B}{V}\right) \times k_B \times (1 - T_C) + \left(\frac{S}{V}\right) \times k_S$$

### Miller-modell

$$V_L = V_U + \left[1 - \frac{(1 - T_C) \times (1 - T_S)}{(1 - T_B)}\right] \times B$$

$S$  A Shares helyén lehet  $E$  (Equity)  $B$  A Bonds helyén lehet  $D$  (Debt)

$k_S$  Cost of Shares helyén lehet  $k_E$  (Cost of Equity)

$k_B$  Cost of Bonds helyén lehet  $k_D$  (Cost of Debt)

$T_C$  Corporate Tax

$T_S$  Shareholder's Personal Income Tax

$T_B$  Bondholder's Personal Income Tax

$V$   $S + B$  helyén lehet  $E + D$

## AMORTIZÁCIÓ

### Számviteli (elszámolás szerinti eredmény)

$$(C - A) - T_C \times (C - A) = (C - A) \times (1 - T_C)$$

### Adózás utáni pénzáram

$$(C - A) \times (1 - T_C) + A = C - C \times T_C - A + T_C \times A + A = C \times (1 - T_C) + T_C \times A$$

## A TERMELÉSI LEHETŐSÉGEK VIZSGÁLATA

### Az időalapok (éves szinten)

$$T_n = 8760 \text{ óra} = 365 \text{ nap} \times 24 \text{ óra} \quad T_h = T_n - \text{TMK idő}$$

$$T_{mh} = T_h - \text{Üzemszüneti idő} \quad T_p = T_{mh} - \text{Veszteségidő}$$

### A kapacitás (periódusos)

$$K = G_r \times T_h \times N_{tK} \quad \text{vagy} \quad \frac{G_r \times T_h}{N_{iK}}$$

### Az átbocsátóképesség

$$Á = G_d \times T_h \times N_{tÁ} \quad \text{vagy} \quad \frac{G_d \times T_h}{N_{iÁ}}$$

### A nyílt tartalék

$$K - Á \quad \text{vagy} \quad K - \text{tényleges termelés (tt), ha } tt < Á$$

$N_{tK}$  kapacitás teljesítménynorma

$N_{iK}$  kapacitás időnorma

$N_{tÁ}$  átbocsátóképesség teljesítménynorma

$N_{iÁ}$  átbocsátóképesség időnorma

$G_r$  rendelkezésre álló gépek száma

$G_d$  dolgozó gépek száma

### A kapacitáskihasználás mutatói

$$k_{ext} = \frac{T_p}{T_h} \quad k_{int} = \text{intenzív kihasználási mutató} = \frac{N_{tÁ}}{N_{tK}} = \frac{N_{iK}}{N_{iÁ}}$$

$k = \text{szintetikus mutató} = k_{ext} \times k_{int}$

### KÖTVÉNYÉRTÉKELÉSI FORMULÁK

$$P_0 = \frac{I_1}{1+k_D} + \frac{I_2}{(1+k_D)^2} + \dots + \frac{I_{n-1}}{(1+k_D)^{n-1}} + \frac{I_n + M}{(1+k_D)^n}$$

Ha  $I_1 = I_2 = \dots = I_{n-1} = I_n = \text{Interest}$ , akkor

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+k_D)^t} + \frac{M}{(1+k_D)^n}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C}{(1+k_D)^t}$$

$$P_0 = \frac{M}{(1+k_D)^n}$$

$I_1, I_2, \dots, I_n$  a kötvény után fizetett kamat (*Interest*) éves értékei

$M$  a kötvény lejáratkor fizetett névértéke

### RÉSZVÉNYÉRTÉKELÉSI FORMULÁK

$$P_0 = \frac{D_P}{k_P}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k_E)^t} + \frac{P_n}{(1+k_E)^n}$$

**A Gordon-Shapiro modell**

$$P_0 = \frac{Div_1}{k_E - g}, \text{ ha } k_E \neq g \text{ és } k_E > g \text{ esetén}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^m \frac{Div_0(1+g)^t}{(1+k_E)^t} + \frac{P_m}{(1+k_E)^m}$$

$$P_0 = \frac{Div}{k_E}$$

$Div_1, Div_2, \dots, Div_n$  a részvény után fizetett osztalék (*Dividend*) éves értékei

$P$  a részvény árfolyama

### AZ ÉRTÉKPAPÍR ÉRTÉKELÉSE MUTATÓSZÁMOKKAL

**A kamatláb rugalmasság**

$$\frac{\frac{P_1 - P_0}{P_0}}{\frac{R_1 - R_0}{R_0}}$$

**A szelvényhozam**

$$\frac{k}{P_{Nettó}}$$

**A lejáratig számított egyszerű hozam (korigált hozam)**

$$\frac{k}{P_{Nettó}} + \frac{\frac{100 - P_{Nettó}}{t}}{P_{Nettó}}$$

A lejárat előtti értékesítés esetén: 
$$\frac{k}{P_{Nettó}} + \frac{\frac{P_{Nettó}^{Eladási} - P_{Nettó}^{Vételi}}{t}}{P_{Nettó}^{Vételi}}$$

**A hátralevő átlagos futamidő (Duration)**

$$DUR = \sum_{t=1}^n \frac{PV(C_t)}{P_0} \times t = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} \times t}{\sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t}}$$

**A módosított átlagidő (Volatilitás)**

$$-\frac{\frac{dPV}{PV}}{dr} = -\frac{DUR}{1+r}$$

**EPS (Earnings per Share)**

EAT/Kinnlevő részvények száma

**DPS (Dividends per Share)**

Div/Kinnlevő részvények száma

**Az osztalékfizetési ráta**

$$\frac{DPS}{EPS}$$

**A profit visszatartási (vagy újra befektetési) ráta**

$$1 - \frac{DPS}{EPS}$$

**A névleges osztalékhozam**

$$\frac{DPS}{\text{Részvény névértéke}}$$

**A tényleges osztalékhozam**

$$\frac{DPS}{\text{Piaci árfolyam}}$$

**P/E (Price/Earnings)**

$$\frac{\text{Price}}{EPS}$$

**ROE (Return on Equity)**

$$\frac{EAT}{\text{Equity}}$$

**A részvénytőke növekedési üteme**

$$ROE \times \left(1 - \frac{DPS}{EPS}\right)$$

## A KOCKÁZAT MÉRÉSE

**A várható megtérülési ráta**

$$E(R_i) = \sum_{i=1}^n p_i \times R_i$$

**A variancia (vagy szórásnégyzet)**

$$\sigma_i^2 = \sum_{i=1}^n P_i \times [R_i - E(R_i)]^2$$

**A szórás (vagy standard eltérés)**

$$\sigma_i = \sqrt{\sigma_i^2}$$

**A relatív szórás**

$$CV = \frac{\sigma_i}{E(R_i)}$$

**A portfólió kockázata**

$$COV(R_L, R_U) = CORR(R_L, R_U) \times \sigma_L \times \sigma_U \quad -1 \leq CORR(R_L, R_U) \leq +1$$

**Kovariancia mátrix**

Értékpapír		$x_L$ L	$x_U$ U
$x_L$	L	$\sigma_L^2$	$COV(R_L, R_U)$
$x_U$	U	$COV(R_U, R_L)$	$\sigma_U^2$

$$\begin{aligned} \sigma_P^2 &= x_L^2 \times \sigma_L^2 + x_U^2 \times \sigma_U^2 + x_L \times x_U \times COV(R_L, R_U) + \\ &+ x_L \times x_U \times COV(R_U, R_L) = \\ &= x_L^2 \times \sigma_L^2 + x_U^2 \times \sigma_U^2 + 2 \times x_L \times x_U \times COV(R_L, R_U) = \\ &= x_L^2 \times \sigma_L^2 + x_U^2 \times \sigma_U^2 + 2 \times x_L \times x_U \times CORR(R_L, R_U) \times \sigma_L \times \sigma_U \end{aligned}$$

**A CAPM (Capital Asset Pricing Model)**

$$E(R_P) = R_F + \left[ \frac{E(R_M) - R_F}{\sigma_M} \right] \times \sigma_P$$

$$E(R_i) = R_F + [E(R_M) - R_F] \times \beta_i = R_F + [E(R_M) - R_F] \times \frac{COV(R_i, R_M)}{\sigma_M^2}$$

$$\beta_i = \frac{COV(R_i, R_M)}{\sigma_M^2} = \frac{CORR(R_i, R_M) \times \sigma_i \times \sigma_M}{\sigma_M^2}$$

$$\frac{E(R_M) - R_F}{\sigma_M^2} = \lambda \quad \text{a kockázat piaci ára}$$

$$E(R_i) = R_F + \lambda \times COV(R_i, R_M)$$

$$E(R_i) - R_F = \alpha_i + [E(R_M) - R_F] \times \beta_i$$

**A minimális varianciájú portfólió**

$$x_B = \frac{\sigma_A^2 - COV(R_A, R_B)}{\sigma_A^2 + \sigma_B^2 - 2 \times COV(R_A, R_B)}$$

$$x_A = \frac{\sigma_B^2 - COV(R_A, R_B)}{\sigma_A^2 + \sigma_B^2 - 2 \times COV(R_A, R_B)}$$

### Opció ügyletek:

- Vételi opció jövedelme  
Lejáratkori piaci árfolyam – Kötési árfolyam
- Eladási opció jövedelme  
Kötési árfolyam – Lejáratkori árfolyam
- Opció eredménye  
Jövedelem – Opció díj felkamatolt értéke

### A vállalati növekedés

#### A KÜLSŐ FINANSZÍROZÁSI IGÉNY

(*EFN = External Financial Needed* vagy *AFN = Additional Funds Needed*)

#### Teljes kapacitáskihasználás és változatlan tőkestruktúra

$$EFN = \frac{A}{S_0} \times \Delta S - S_1 \times m \times b$$

#### Teljes kapacitáskihasználás és cél-tőkestruktúra

$$EFN = \frac{A}{S_0} \times \Delta S - \frac{Debt}{S_0} \times \Delta S - S_1 \times m \times b$$

#### Nem teljes kapacitáskihasználtság és cél-tőkestruktúra

$$S_{FullCapacity} = \frac{S_0}{Percentage\ of\ Capacity} \rightarrow EFN = \frac{A}{S_0} \times \Delta S - \frac{Debt}{S_0} \times \Delta S - S_1 \times m \times b$$

$$\Delta NSR = NSR_1 - NSR_0$$

$$m = \text{nettó profithányad} \left( \frac{NP}{S} \right)$$

$$b = \text{profit visszatartási ráta (Retention Rate)}$$

### A NÖVEKEDÉSI RÁTÁK

$$IGR = \frac{ROA \times b}{1 - ROA \times b}$$

$$SGR = \frac{ROE \times b}{1 - ROE \times b}$$

$$\frac{\dot{UTE}}{Total\ Assets} = \frac{I}{1 - T_C} \times [d \times L + e \times s \times G] + (1 - e) \times R_D$$

$$FGR = \frac{\left[ \frac{\dot{UTE}}{Total\ Assets} - \frac{d \times L}{1 - T_C} - (1 - e) \times R_D \right] \times (1 - T_C)}{e \times s}$$

*IGR* Internal Growth Rate

*SGR* Sustainable Growth Rate

*FGR* Financeable Growth Rate

*s* önfinszírozási arány (*Self Financing Ratio*), amely a belső (tisztá profitból történő) saját

tőke növelés mértékére utal ( $0 \leq s \leq 1$ )

*L* a tényméreg szerint az összes forráson belül a saját tőke aránya

e a vállalat által tervezett, a fenntartani kívánt fizetőképességi arány (*Solvency Rate*), amely a tervmérleg szerinti saját tőke és az összes forrás aránya

$$\frac{\text{Szabadon rendelkezésre álló forrás}}{\frac{NSR}{DIH + DSO}} = SFGR_{OCC} \text{-ként } (SFGR_{OCC})$$

$$\frac{365}{OCC} = OCC \text{-k száma éves szinten } (OCC_n)$$

$$SFGR = (1 + SFGR_{OCC})^{OCC_n} - 1$$

*SFGR Self Financeable Growth Rate*

*DIH Days Inventory Held*

*DSO Days Sales Outstanding*

*OCC Operating Cash Cycles*

### AZ EBIT-EPS ANALÍZIS

$$\frac{EPS \text{ (I. tervezet)} = EPS \text{ (II. tervezet)}}{\frac{(EBIT - I_D) \times (1 - T_C) - P}{N_E} = \frac{(EBIT - I_D) \times (1 - T_C) - P}{N_E}}$$

$I_D$  fizetett kamat                       $N_E$  törzsrészesvények száma  
 $T_C$  társasági adórátája               $P$  elsőbbségi osztalék

### A vállalati működés megőrzésének pénzügyei

#### AZ ELVETÉSI ÉRTÉK

$$NPV^m = -I_0 + \sum_{t=0}^m C_t \times q^{-t} + AV_m \times q^{-m}$$

$NPV^m$  az  $m$ -edik periódus pénzáramának és a projekt  $m$ -edik periódus végi elvetési értékének együttes nettó jelenértéke

$I_0$  kezdeti beruházási kiadás a  $t = 0$  időpontban

$CF_t$  a projektből származó működési pénzáram

$q$   $(1 + k)$                $k$  kalkulatív kamatrátája (piaci kamatrátája vagy tőkekölség)

$AV_m$  a projekt elvetési értéke (*Abandonment Value*) az  $m$ -edik periódusban

### A vállalati hanyatlás és válság pénzügyei

#### A CSŐDBEJELENTÉSI KRITÉRIUM

**Számviteli értelemben**

Vállalat mérleg szerinti értéke < Összes tartozás

**Pénzáram szemléletben**

Az egyes hitelezői pozíció igénye < Az egyes hitelező szerződés-konform elvárása

## A V Á L L A L K O Z Á S P É N Z Ü G Y I Á T V I L Á G Í T Á S A

### A J Ö V E D E L M E Z Ő S É G I H E L Y Z E T

$$\text{Bruttó profithányad} = \frac{NSR - ELÁBÉ}{NSR} \quad \text{Működési profithányad} = \frac{ÜTE}{NSR}$$

$$\text{Nettó profithányad} = EAT/NSR \quad \text{Osztalékfedezettség} = EAT/Div$$

$$\text{Osztalékfizetési ráta} = Div/EAT \quad \text{Profit-visszatartási ráta} = \text{Tiszta eredmény}/EAT$$

$$\text{Árbevétel-arányos összes költség} = \text{Összes működési költség}/NSR$$

$$\text{Nyereségarányos összköltség} = \text{Összes működési költség}/ÜTE$$

$$\text{Költségarány} = FC/VC$$

**Működési fedezet foka** ( $DOL = \text{Degree of Operating Leverage}$ )

$$DOL(X) = \frac{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}}{\frac{\Delta TR}{TR}}$$

**Finanszírozási fedezet foka** ( $DFL = \text{Degree of Financial Leverage}$ )

$$DFL(X) = \frac{\frac{\Delta EPS}{EPS}}{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}}$$

**Kombinált fedezet foka** ( $DCL = \text{Degree of Combined Leverage}$ )

$$DCL(X) = DOL(X) \times DFL(X) = \frac{\frac{\Delta EPS}{EPS}}{\frac{\Delta TR}{TR}}$$

### A P É N Z Ü G Y I H E L Y Z E T

$$\text{Likviditás I. fokozata} = \frac{\text{Likvid forgóeszközök}}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}}$$

$$\text{Likviditás II. fokozata (Gyorsráta)} = \frac{\text{Likvid forgóeszközök} + \text{Követelések}}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}}$$

$$\text{Likviditás II. fokozata} = \frac{\text{Forgóeszközök}}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}}$$

$$\text{Tulajdonosi arány} = \text{Saját tőke}/\text{Összes forrás}$$

$$\text{Eladósodási arány} = \text{Saját tőke}/\text{HLK}$$

$$\text{Eszközarányos forgalom} = NSR/\text{Összes eszköz}$$

$$\text{Lekötött tőke hatékonysága} = NSR/\text{Befektetett eszközök}$$

$$\text{Készletek fordulatszáma} = NSR/\text{Készletek}$$

$$\text{(Vevői) Követelések fordulatszáma} = NSR/(\text{Vevői) Követelések}$$

$$\text{Vásárolt készletek lekötési (tárolási) ideje} = \frac{\text{Készletek}}{\text{Egy napra jutó NSR}}$$

$$\text{Saját termelésű készletek megmunkálási ideje} = \text{Saját term. készletek}/\text{Egy napra jutó NSR}$$

**(Vevői) Követelések behajtásának ideje** = (Vevői) Követelések/Egy napra jutó *NSR*

**Pénzeszközök lekötési ideje** = Pénzeszközök/Egy napra jutó *NSR*

**Forgási idő** = Vásárolt készletek lekötési ideje + Saját termelésű készletek megmunkálási ideje + Vevői követelések behajtási ideje + Pénzeszközök lekötési ideje

**Szállítói tartozások rendezésének ideje** =  $\frac{\text{Szállítói tartozás(+Váltó tartozás)}}{\text{Egy napra jutó beszerzési költség}}$

**Finanszírozási idő** = Vásárolt készletek lekötési ideje + Saját termelésű készletek megmunkálási ideje + Vevői követelések behajtási ideje – Szállítói tartozások rendezésének ideje

**Időtartam mutató** = (Követelések+Likvid forgóeszk.)/Egy napra jutó működési kiadás

**Kamatfedezeti ráta** =  $\frac{\text{ÜTE}}{\text{Fizetendő kamatok és kamatjell. ráf.}}$

**Eszközhatékonyság** = *NSR/Total Assets*

$$ROA = \text{Return on Assets} = \frac{\text{Adózotteredmény}}{\text{Összes eszköz}} = \frac{NSR}{Total Assets} \times \frac{EAT}{NSR}$$

$$ROI = \text{Return on Investments} = \frac{\text{Adózotteredmény}}{\text{Befektetett eszközök}} = \frac{NSR}{Investments} \times \frac{EAT}{NSR}$$

$$ROE = \text{Return on Equity} = \frac{\text{Adózotteredmény}}{\text{Saját tőke}} = \frac{NSR}{Total Assets} \times \frac{EAT}{NSR} \times \frac{Total Assets}{Equity}$$

$$ROE = \frac{EAT}{EBT} \times \frac{EBT}{EBIT} \times \frac{EBIT}{NSR} \times \frac{NSR}{Total Assets} \times \frac{Total Assets}{Equity}$$

↓	↓	↓	↓	↓
<i>Tax Burden</i>	<i>Interest Burden</i>	<i>Operational Margin</i>	<i>Asset Turnover</i>	<i>Equity Multiplier</i>
Adóteher ráta	Kamat-teher ráta	Működési jöv.ség	Eszköz-hatékonyság	Finanszírozási áttétel

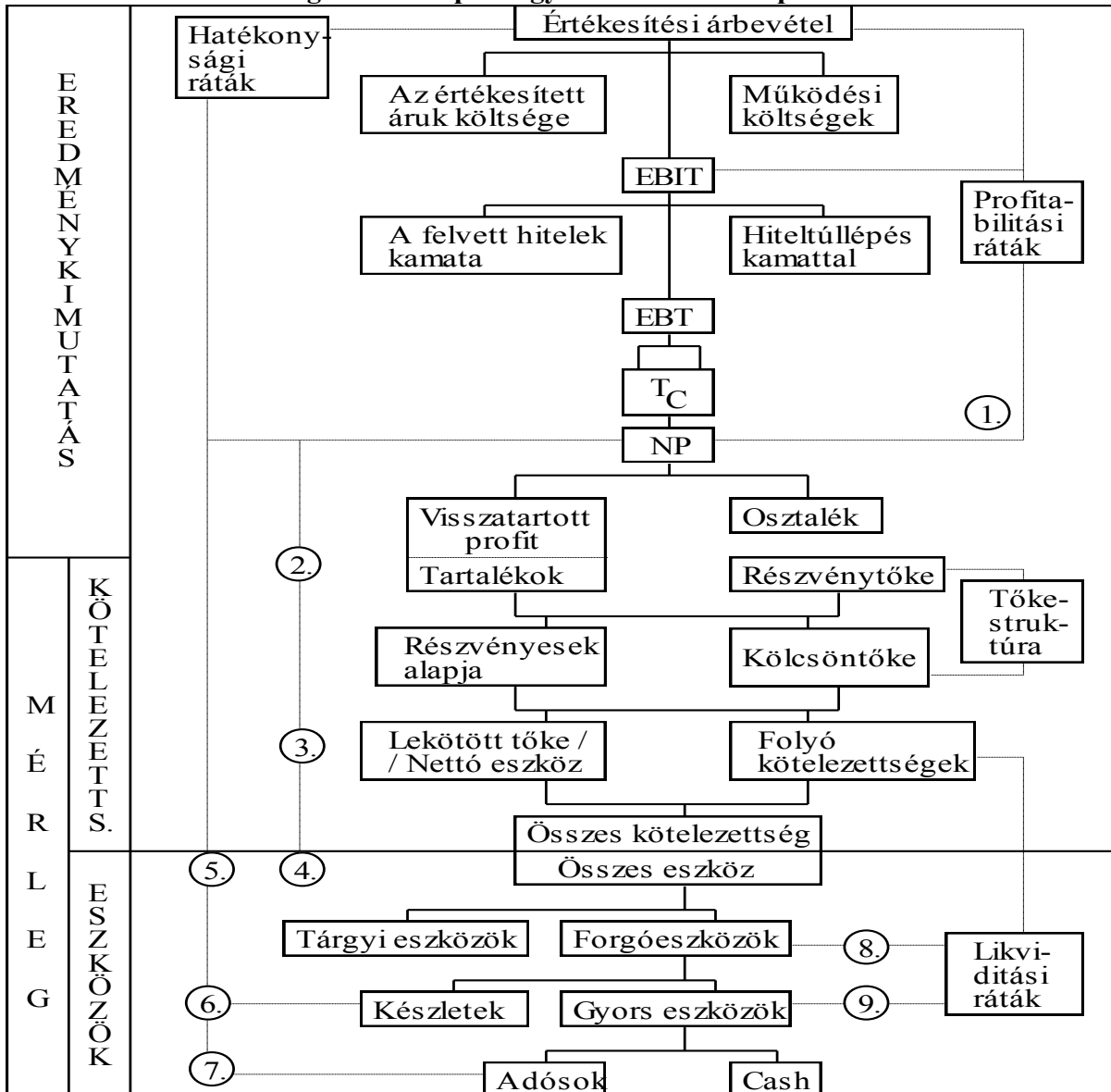


$$ROE = \frac{F}{S} \times \frac{EBIT}{F} \times \frac{S}{A} \times \frac{EBT}{EBIT} \times \frac{A}{E} \times \frac{NP}{EBT} \times (1-d)$$

↓            ↓            ↓            ↓            ↓            ↓            ↓  
 Működési            Finanszírozási            Adózási            Osztalékfizetési  
 profithányad            áttétel            hatás            hatás  
 ↓            ↓            ↓  
 B            E            P

F = fedezet    S = értékesítési árbevétel (Sales)    F/S = fedezeti hányad (Contribution Margin)  
 d = osztalékfizetési ráta (Dividend Payout)    BEP = eszközarányos megtérülés (Basic Earnings Power)

### A legfontosabb pénzügyi ráták közötti kapcsolat



1. Nettó profithányad (nettó jövedelmezőség)
2. Részvénytőke arányos megtérülési ráta (ROE)
3. A lekötött tőke megtérülési rátája (ROI)
4. Az eszközarányos megtérülési ráta (ROA)
5. Eszközarányos forgalom (eszközhatékonyság)
6. Készletek fordulatszáma, készletlektési idő
7. Követelések fordulatszáma, követelések behajtásának ideje
8. Likviditás III. fokozata    9. Likviditás II. fokozata (gyorsráta)

## A FUND FLOW KIMUTATÁS

Alapok forrása		Alapok felhasználása	
<b>Működés</b>	...	<b>Kifizetés</b>	...
Adózás előtti eredmény + amortizáció	...	Fizetendő társasági adó- és osztalékfizetés	...
Aktív időbeli elhatárolások csökkenése	...	Aktív időbeli elhatárolások növekedése	...
Passzív időbeli elhatárolások növelése	...	Passzív időbeli elhatárolások csökkenése	...
Céltartalék képzés	...	Céltartalék felhasználás	...
		Elszámolt értékvesztés	...
<b>Tőke kivonás, értékesítés</b>	...	<b>Befektetés, beszerzés</b>	...
Forgóeszközök csökkenése (pénzeszközök, vevőállomány nélkül)	...	Forgóeszközök növekedése (pénzeszközök, vevőállomány nélkül)	...
Vevőállomány csökkenése	...	Vevőállomány növekedése	...
Befektetett eszközök eladása	...	Befektetett eszközök beszerzése	...
Bef. eszk. értékesítésének eredménye	...	Hosszú lejáratra nyújtott kölcsönök és elhelyezett bankbetétek	...
<b>Idegen finanszírozás</b>	...	<b>Törlesztés</b>	...
HLK növekedése	...	HLK csökkenése	...
Egyéb RLK növekedése	...	Egyéb RLK csökkenése	...
Szállítói tartozás növekedése	...	Szállítói tartozás csökkenése	...
Egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek növekedése	...	Egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek csökkenése	...
Saját finanszírozás	...	Saját finanszírozás	...
<b>Véglegesen kapott pénzeszközök</b>	...	<b>Véglegesen átadott pénzeszközök</b>	...
Alapítókkal szembeni kötelezettségek növekedése	...	Alapítókkal szembeni kötelezettségek csökkenése	...
<b>Alapok forrása összesen</b>	...	<b>Alapok felhasználása összesen</b>	...

## A CASH FLOW SZÁMÍTÁS ÉS KIMUTATÁS

**Cash flow mutató (CF)** = Adózott eredmény + Értékcsökkenési leírás ± Időbeli elhat. változása  
± Céltartalék változása

$$\text{Cash flow forgalom ráta} = \frac{CF}{NSR}$$

$$\text{Dinamikus eladósodási fok} = \frac{CF}{\text{Hosszúlejáratú kötelezettségek}}$$

$$\text{Adósságtörlesztési erő} = \frac{\text{Hosszúlejáratú kötelezettségek}}{CF}$$

$$\text{Növekedési lehetőség} = \frac{CF}{\text{Összes eszköz}}$$

$$\text{Belső finanszírozási erő} = \frac{CF}{\text{Befektetett eszközök könyv értékszerinti nettó növekedése}}$$

$$\text{Dinamikus likviditási fok} = \frac{CF}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}}$$

$$\text{A tartozások visszafizetési képessége} = \frac{CF}{\text{Összes kötelezettség} - \text{Pénzeszközök}}$$

$$\text{Adósságtörlesztési képesség} = \frac{CF}{\text{Hosszúlejáratú kötelezettségek} - \text{Pénzeszközök}}$$

$$\text{CROA (Cash Return on Assets)} = CF/\text{Összes eszköz}$$

$$\text{CROI (Cash Return on Investments)} = CF/\text{Befektetett eszközök}$$

$$\text{CROE (Cash Return on Equity)} = CF/\text{Saját tőke}$$

$$\text{Operatív cash flow} = \text{Nettó profit} + \text{Amortizáció} \pm \Delta\text{Forgótőke}$$

$$\Delta\text{Forgótőke} = \text{Záró forgótőke} - \text{Nyitó forgótőke}$$

### Teljes vállalati cash flow

Működési CF	–	Beruházási CF	–	Finanszírozási CF
EBIT	.....	ΔTárgyi eszk.	.....	– Kamatfizetés
+ Amortizáció	.....	ΔForgótőke	.....	– Osztalékfiz.
– Társasági adó	.....			ΔSaját tőke
				ΔAdósság
<b>Összesen</b>	.....		.....	<b>Összesen</b>
Eszközökből származó CF		≤	Finanszírozási CF	
		>		

### Cash flow-kimutatás a Számviteli törvény előírása szerint

#### I. Szokásos tevékenységből származó pénzeszköz-változás

(Működési cash flow, 1-13. sorok)

1. Adózás előtti eredmény	±
2. Elszámolt amortizáció	+
3. Elszámolt értékvesztés és visszairás	±
4. Céltartalék képzés és felhasználás különbözete	±
5. Befektetett eszközök értékesítésének eredménye	±
6. Szállítói kötelezettség változása	±
7. Egyéb rövid lejáratú kötelezettség változása	±
8. Passzív időbeli elhatárolások változása	±
9. Vevőkövetelés változása	±
10. Forgóeszk. (vevőállomány és pénzeszk. nélkül) változása	±
11. Aktív időbeli elhatárolások változása	±
12. Fizetett, fizetendő adó (nyereség után)	–
13. Fizetett, fizetendő osztalék, részesedés	–

#### II. Befektetési tev.-ből származó pénzeszköz-vált. (14-16. sorok)

14. Befektetett eszközök beszerzése	–
15. Befektetett eszközök eladása	+
16. Kapott osztalék, részesedés	+

#### III. Pénzügyi műveletekből származó pénzeszköz-változás

(17-27. sorok)

17. Részvénykibocsátás, tőkebevonás bevétele	+
18. Kötvény, hitelvisz. megtestesítő értékp. kibocs. bevétele	+
19. Hitel és kölcsön felvétele	+
20. Hosszú lejáratra nyújtott kölcsönök és elhelyezett bankbetétek törlesztése, megszüntetése, beváltása	+
21. Véglegesen kapott pénzeszköz	+
22. Részvénybevonás, tőke kivonás (tőkeleszállítás)	–
23. Kötvény és hitelvisz.-t megtestesítő értékpapír visszafiz.	–

24. Hitel és kölcsön törlesztése, visszafizetése –  
 25. Hosszú lej. nyújtott kölcsönök és elhelyezett bankbetétek –  
 26. Végrelegesen átadott pénzeszköz –  
 27. Alapítókkal szembeni, illetve egyéb hosszú lej. köt. vált. ±  
**IV. Pénzeszközök változása** (± I. ± II. ± III. sorok) ±

### A VAGYONI HELYZET

**Finanszírozási szerkezet** = Összes kötelezettség/Saját tőke

**Tőkeszerkezet** = HLK/Saját tőke = *Debt/Equity*

**Kötelezettségek aránya** = Összes kötelezettség/Összes forrás

**Befektetett eszközök fedezete** = (Saját tőke + HLK)/Bef. eszk.

**Forgóeszközök aránya** = Forgóeszközök/Összes eszköz

**Banki aranyszabály** HLK/Saját tőke ≤ 1

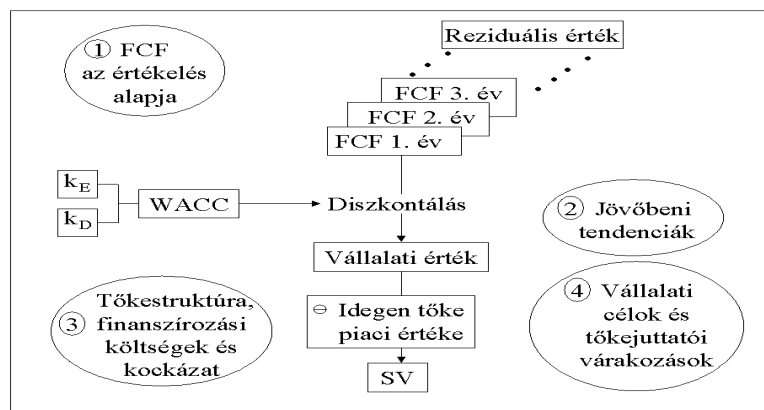
**Finanszírozási aranyszabály**

$$\frac{ST + HLK}{\text{Befektetett eszközök}} \geq 1$$

### A VÁLLALAT ÉRTÉKELÉSE A DCF-MODELL ALAPJÁN

$$V_0 = \frac{C_1}{1+k} + \frac{C_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+k)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+k)^t}$$

#### A tulajdonosi érték számítása értékmozgatók alapján



### VÁLLALATI PÉNZÁRAM

$$NSR_0 \times (1 + G_S) \times ROS \times (1 - T_C)$$

### SZABAD PÉNZÁRAM (FCF = *Free Cash Flow*)

Vállalati pénzáram – Nettó beruházás (vagy + tőkekivonás)

$$FCF = NSR_0 \times (1 + G_S) \times ROS \times (1 - T_C) - \Delta NSR \times CI$$

$$\text{NETTÓ BERUHÁZÁS} = NSR_0 \times G_S \times CI = \Delta NSR \times CI$$

$NSR_0$  az előző periódus értékesítési nettó árbevétele

$G_S$  az értékesítési árbevétel növekedési rátája

$ROS$  az értékesítéssel arányos működési nyereség pénzáram alapon

$CI$  az árbevétel növekményhez szükséges pótlólagos tárgyi eszköz és forgótőke igény

$T_C$  társasági adórátája

## TÁBLÁZATOK A GAZDASÁGI MÉRLEGELÉSHEZ

1. melléklet: Kamatos kamattényező  $(1 + k)^n$ , ahol  $k$  a kamatráta,  $n$  az évek száma

Évek ( $n$ )	Kamat ( $k$ )									
	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %	10 %
1	1,010	1,020	1,030	1,040	1,050	1,060	1,070	1,080	1,090	1,100
2	1,020	1,040	1,061	1,082	1,103	1,124	1,145	1,166	1,188	1,210
3	1,030	1,061	1,093	1,125	1,158	1,191	1,225	1,260	1,295	1,331
4	1,041	1,082	1,126	1,170	1,216	1,262	1,311	1,360	1,412	1,464
5	1,051	1,104	1,159	1,217	1,276	1,338	1,403	1,469	1,539	1,611
6	1,062	1,126	1,194	1,265	1,340	1,419	1,501	1,587	1,677	1,772
7	1,072	1,149	1,230	1,316	1,407	1,504	1,606	1,714	1,828	1,949
8	1,083	1,172	1,267	1,369	1,477	1,594	1,718	1,851	1,993	2,144
9	1,094	1,195	1,305	1,423	1,551	1,689	1,838	1,999	2,172	2,358
10	1,105	1,219	1,344	1,480	1,629	1,791	1,967	2,159	2,367	2,594
11	1,116	1,243	1,384	1,539	1,710	1,898	2,105	2,332	2,580	2,853
12	1,127	1,268	1,426	1,601	1,796	2,012	2,252	2,518	2,813	3,138
13	1,138	1,294	1,469	1,665	1,886	2,133	2,410	2,720	3,066	3,452
14	1,149	1,319	1,513	1,732	1,980	2,261	2,579	2,937	3,342	3,797
15	1,161	1,346	1,558	1,801	2,079	2,397	2,759	3,172	3,642	4,177
16	1,173	1,373	1,605	1,873	2,183	2,540	2,952	3,426	3,970	4,595
17	1,184	1,400	1,653	1,948	2,292	2,693	3,159	3,700	4,328	5,054
18	1,196	1,428	1,702	2,026	2,407	2,854	3,380	3,996	4,717	5,560
19	1,208	1,457	1,754	2,107	2,527	3,026	3,617	4,316	5,142	6,116
20	1,220	1,486	1,806	2,191	2,653	3,207	3,870	4,661	5,604	6,727

1. melléklet: Kamatos kamattényező  $(1 + k)^n$ , ahol  $k$  a kamatráta,  $n$  az évek száma.

Évek ( $n$ )	Kamat ( $k$ )								
	11 %	12 %	13 %	14 %	15 %	16 %	17 %	18 %	19 %
1	1,110	1,120	1,130	1,140	1,150	1,160	1,170	1,180	1,190
2	1,232	1,254	1,277	1,300	1,323	1,346	1,369	1,392	1,416
3	1,368	1,405	1,443	1,482	1,521	1,561	1,602	1,643	1,685
4	1,518	1,574	1,630	1,689	1,749	1,811	1,874	1,939	2,005
5	1,685	1,762	1,842	1,925	2,011	2,100	2,192	2,288	2,386
6	1,870	1,974	2,082	2,195	2,313	2,436	2,565	2,700	2,840
7	2,076	2,211	2,353	2,502	2,660	2,826	3,001	3,185	3,379
8	2,305	2,476	2,658	2,853	3,059	3,278	3,511	3,759	4,021
9	2,558	2,773	3,004	3,252	3,518	3,803	4,108	4,435	4,785
10	2,839	3,106	3,395	3,707	4,046	4,411	4,807	5,234	5,695
11	3,152	3,479	3,836	4,226	4,652	5,117	5,624	6,176	6,777
12	3,498	3,896	4,335	4,818	5,350	5,936	6,580	7,288	8,064
13	3,883	4,363	4,898	5,492	6,153	6,886	7,699	8,599	9,596
14	4,310	4,887	5,535	6,261	7,076	7,988	9,007	10,147	11,420
15	4,785	5,474	6,254	7,138	8,137	9,266	10,539	11,974	13,590
16	5,311	6,130	7,067	8,137	9,358	10,748	12,330	14,129	16,172
17	5,895	6,866	7,986	9,276	10,761	12,468	14,426	16,672	19,244
18	6,544	7,690	9,024	10,575	12,375	14,463	16,879	19,673	22,901
19	7,263	8,613	10,197	12,056	14,232	16,777	19,748	23,214	27,252
20	8,062	9,646	11,523	13,743	16,367	19,461	23,106	27,393	32,429

1. melléklet: Kamatos kamattényező  $(1 + k)^n$ , ahol  $k$  a kamatrátá,  $n$  az évek száma.

Évek ( $n$ )	Kamat ( $k$ )					
	20 %	21 %	22 %	23 %	24 %	25 %
1	1,2000	1,2100	1,2200	1,2300	1,2400	1,2500
2	1,4400	1,4641	1,4884	1,5129	1,5376	1,5625
3	1,7280	1,7716	1,8158	1,8609	1,9066	1,9531
4	2,0736	2,1436	2,2153	2,2889	2,3642	2,4414
5	2,4883	2,5937	2,7027	2,8153	2,9316	3,0518
6	2,9860	3,1384	3,2973	3,4628	3,6352	3,8147
7	3,5832	3,7975	4,0227	4,2593	4,5077	4,7684
8	4,2998	4,5950	4,9077	5,2389	5,5895	5,9605
9	5,1598	5,5599	5,9874	6,4439	6,9310	7,4506
10	6,1917	6,7275	7,3046	7,9259	8,5944	9,3132
11	7,4301	8,1403	8,9117	9,7489	10,6571	11,6415
12	8,9161	9,8497	10,8722	11,9912	13,2148	14,5519
13	10,6993	11,9182	13,2641	14,7491	16,3863	18,1899
14	12,8392	14,4210	16,1822	18,1414	20,3191	22,7374
15	15,4070	17,4494	19,7423	22,3140	25,1956	28,4217
16	18,4884	21,1138	24,0856	27,4462	31,2426	35,5271
17	22,1861	25,5477	29,3844	33,7588	38,7408	44,4089
18	26,6233	30,9127	35,8490	41,5233	48,0386	55,5112
19	31,9480	37,4043	43,7358	51,0737	59,5679	69,3889
20	38,3376	45,2593	53,3576	62,8206	73,8641	86,7362

2. melléklet: Diszkontfaktor  $\frac{1}{(1+k)^n}$ , ahol  $k$  a kamatráta,  $n$  az évek száma.

Évek (n)	Kamat (k)									
	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %	10 %
1	0,9901	0,9804	0,9709	0,9615	0,9524	0,9434	0,9346	0,9259	0,9174	0,9091
2	0,9803	0,9612	0,9426	0,9246	0,9070	0,8900	0,8734	0,8573	0,8417	0,8264
3	0,9706	0,9423	0,9151	0,8890	0,8638	0,8396	0,8163	0,7938	0,7722	0,7513
4	0,9610	0,9238	0,8885	0,8548	0,8227	0,7921	0,7629	0,7350	0,7084	0,6830
5	0,9515	0,9057	0,8626	0,8219	0,7835	0,7473	0,7130	0,6806	0,6499	0,6209
6	0,9420	0,8880	0,8375	0,7903	0,7462	0,7050	0,6663	0,6302	0,5963	0,5645
7	0,9327	0,8706	0,8131	0,7599	0,7107	0,6651	0,6227	0,5835	0,5470	0,5132
8	0,9235	0,8535	0,7894	0,7307	0,6768	0,6274	0,5820	0,5403	0,5019	0,4665
9	0,9143	0,8368	0,7664	0,7026	0,6446	0,5919	0,5439	0,5002	0,4604	0,4241
10	0,9053	0,8203	0,7441	0,6756	0,6139	0,5584	0,5083	0,4632	0,4224	0,3855
11	0,8963	0,8043	0,7224	0,6496	0,5847	0,5268	0,4751	0,4289	0,3875	0,3505
12	0,8874	0,7885	0,7014	0,6246	0,5568	0,4970	0,4440	0,3971	0,3555	0,3186
13	0,8787	0,7730	0,6810	0,6006	0,5303	0,4688	0,4150	0,3677	0,3262	0,2897
14	0,8700	0,7579	0,6611	0,5775	0,5051	0,4423	0,3878	0,3405	0,2992	0,2633
15	0,8613	0,7430	0,6419	0,5553	0,4810	0,4173	0,3624	0,3152	0,2745	0,2394
16	0,8528	0,7284	0,6232	0,5339	0,4581	0,3936	0,3387	0,2919	0,2519	0,2176
17	0,8444	0,7142	0,6050	0,5134	0,4363	0,3714	0,3166	0,2703	0,2311	0,1978
18	0,8360	0,7002	0,5874	0,4936	0,4155	0,3503	0,2959	0,2502	0,2120	0,1799
19	0,8277	0,6864	0,5703	0,4746	0,3957	0,3305	0,2765	0,2317	0,1945	0,1635
20	0,8195	0,6730	0,5537	0,4564	0,3769	0,3118	0,2584	0,2145	0,1784	0,1486



2. melléklet: Diszkontfaktor  $\frac{1}{(1+k)^n}$ , ahol  $k$  a kamatráta,  $n$  az évek száma.

Évek ( $n$ )	Kamat ( $k$ )									
	11 %	12 %	13 %	14 %	15 %	16 %	17 %	18 %	19 %	20 %
1	0,9009	0,8929	0,8850	0,8772	0,8696	0,8621	0,8547	0,8475	0,8403	0,8333
2	0,8116	0,7972	0,7831	0,7695	0,7561	0,7432	0,7305	0,7182	0,7062	0,6944
3	0,7312	0,7118	0,6931	0,6750	0,6575	0,6407	0,6244	0,6086	0,5934	0,5787
4	0,6587	0,6355	0,6133	0,5921	0,5718	0,5523	0,5337	0,5158	0,4987	0,4823
5	0,5935	0,5674	0,5428	0,5194	0,4972	0,4761	0,4561	0,4371	0,4190	0,4019
6	0,5346	0,5066	0,4803	0,4556	0,4323	0,4104	0,3898	0,3704	0,3521	0,3349
7	0,4817	0,4523	0,4251	0,3996	0,3759	0,3538	0,3332	0,3139	0,2959	0,2791
8	0,4339	0,4039	0,3762	0,3506	0,3269	0,3050	0,2848	0,2660	0,2487	0,2326
9	0,3909	0,3606	0,3329	0,3075	0,2843	0,2630	0,2434	0,2255	0,2090	0,1938
10	0,3522	0,3220	0,2946	0,2697	0,2472	0,2267	0,2080	0,1911	0,1756	0,1615
11	0,3173	0,2875	0,2607	0,2366	0,2149	0,1954	0,1778	0,1619	0,1476	0,1346
12	0,2858	0,2567	0,2307	0,2076	0,1869	0,1685	0,1520	0,1372	0,1240	0,1122
13	0,2575	0,2292	0,2042	0,1821	0,1625	0,1452	0,1299	0,1163	0,1042	0,0935
14	0,2320	0,2046	0,1807	0,1597	0,1413	0,1252	0,1110	0,0985	0,0876	0,0779
15	0,2090	0,1827	0,1599	0,1401	0,1229	0,1079	0,0949	0,0835	0,0736	0,0649
16	0,1883	0,1631	0,1415	0,1229	0,1069	0,0930	0,0811	0,0708	0,0618	0,0541
17	0,1696	0,1456	0,1252	0,1078	0,0929	0,0802	0,0693	0,0600	0,0520	0,0451
18	0,1528	0,1300	0,1108	0,0946	0,0808	0,0691	0,0592	0,0508	0,0437	0,0376
19	0,1377	0,1161	0,0981	0,0829	0,0703	0,0596	0,0506	0,0431	0,0367	0,0313
20	0,1240	0,1037	0,0868	0,0728	0,0611	0,0514	0,0433	0,0365	0,0308	0,0261

2. melléklet: Diszkontfaktor  $\frac{1}{(1+k)^n}$ , ahol  $k$  a kamatráta,  $n$  az évek száma.

Évek ( $n$ )	Kamat ( $k$ )				
	21 %	22 %	23 %	24 %	25 %
1	0,8264	0,8197	0,8130	0,8065	0,8000
2	0,6830	0,6719	0,6610	0,6504	0,6400
3	0,5645	0,5507	0,5374	0,5245	0,5120
4	0,4665	0,4514	0,4369	0,4230	0,4096
5	0,3855	0,3700	0,3552	0,3411	0,3277
6	0,3186	0,3033	0,2888	0,2751	0,2621
7	0,2633	0,2486	0,2348	0,2218	0,2097
8	0,2176	0,2038	0,1909	0,1789	0,1678
9	0,1799	0,1670	0,1552	0,1443	0,1342
10	0,1486	0,1369	0,1262	0,1164	0,1074
11	0,1228	0,1122	0,1026	0,0938	0,0859
12	0,1015	0,0920	0,0834	0,0757	0,0687
13	0,0839	0,0754	0,0678	0,0610	0,0550
14	0,0693	0,0618	0,0551	0,0492	0,0440
15	0,0573	0,0507	0,0448	0,0397	0,0352
16	0,0474	0,0415	0,0364	0,0320	0,0281
17	0,0391	0,0340	0,0296	0,0258	0,0225
18	0,0323	0,0279	0,0241	0,0208	0,0180
19	0,0267	0,0229	0,0196	0,0168	0,0144
20	0,0221	0,0187	0,0159	0,0135	0,0115

3. melléklet: Annuitás jelenlegi értéke  $\frac{(1+k)^n - 1}{k \times (1+k)^n}$ , ahol  $k$  a kamatrátá,  $n$  az évek száma.

Évek (n)	Kamat (k)									
	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %	10 %
1	0,99	0,98	0,97	0,96	0,95	0,94	0,93	0,93	0,92	0,91
2	1,97	1,94	1,91	1,89	1,86	1,83	1,81	1,78	1,76	1,74
3	2,94	2,88	2,83	2,78	2,72	2,67	2,62	2,58	2,53	2,49
4	3,90	3,81	3,72	3,63	3,55	3,47	3,39	3,31	3,24	3,17
5	4,85	4,71	4,58	4,45	4,33	4,21	4,10	3,99	3,89	3,79
6	5,80	5,60	5,42	5,24	5,08	4,92	4,77	4,62	4,49	4,36
7	6,73	6,47	6,23	6,00	5,79	5,58	5,39	5,21	5,03	4,87
8	7,65	7,33	7,02	6,73	6,46	6,21	5,97	5,75	5,53	5,33
9	8,57	8,16	7,79	7,44	7,11	6,80	6,52	6,25	6,00	5,76
10	9,47	8,98	8,53	8,11	7,72	7,36	7,02	6,71	6,42	6,14
11	10,37	9,79	9,25	8,76	8,31	7,89	7,50	7,14	6,81	6,50
12	11,26	10,5	9,95	9,39	8,86	8,38	7,94	7,54	7,16	6,81
13	12,13	11,3	10,63	9,99	9,39	8,85	8,36	7,90	7,49	7,10
14	13,00	12,1	11,30	10,56	9,90	9,29	8,75	8,24	7,79	7,37
15	13,87	12,8	11,94	11,12	10,38	9,71	9,11	8,56	8,06	7,61
16	14,72	13,5	12,56	11,65	10,84	10,11	9,45	8,85	8,31	7,82
17	15,56	14,2	13,17	12,17	11,27	10,48	9,76	9,12	8,54	8,02
18	16,40	14,9	13,75	12,66	11,69	10,83	10,06	9,37	8,76	8,20
19	17,23	15,6	14,32	13,13	12,0	11,16	10,34	9,60	8,95	8,36
20	18,05	16,3	14,88	13,59	12,46	11,40	10,59	9,82	9,13	8,51

3. melléklet: Annuitás jelenlegi értéke  $\frac{(1+k)^n - 1}{k \times (1+k)^n}$ , ahol  $k$  a kamatrátá,  $n$  az évek száma.

Évek ( $n$ )	Kamat ( $k$ )									
	11 %	12 %	13 %	14 %	15 %	16 %	17 %	18 %	19 %	20 %
1	0,90	0,89	0,88	0,88	0,87	0,86	0,85	0,85	0,84	0,83
2	1,71	1,69	1,67	1,65	1,63	1,61	1,59	1,57	1,55	1,53
3	2,44	2,40	2,36	2,32	2,28	2,25	2,21	2,17	2,14	2,11
4	3,10	3,04	2,97	2,91	2,85	2,80	2,74	2,69	2,64	2,59
5	3,70	3,60	3,52	3,43	3,35	3,27	3,20	3,13	3,06	2,99
6	4,23	4,11	4,00	3,89	3,78	3,68	3,59	3,50	3,41	3,33
7	4,71	4,56	4,42	4,29	4,16	4,04	3,92	3,81	3,71	3,60
8	5,15	4,97	4,80	4,64	4,49	4,34	4,21	4,08	3,95	3,84
9	5,54	5,33	5,13	4,95	4,77	4,61	4,45	4,30	4,16	4,03
10	5,89	5,65	5,43	5,22	5,02	4,83	4,66	4,49	4,34	4,19
11	6,21	5,94	5,69	5,45	5,23	5,03	4,84	4,66	4,49	4,33
12	6,49	6,19	5,92	5,66	5,42	5,20	4,99	4,79	4,61	4,44
13	6,75	6,42	6,12	5,84	5,58	5,34	5,12	4,91	4,71	4,53
14	6,98	6,63	6,30	6,00	5,72	5,47	5,23	5,01	4,80	4,61
15	7,19	6,81	6,46	6,14	5,85	5,58	5,32	5,09	4,88	4,68
16	7,38	6,97	6,60	6,27	5,95	5,67	5,41	5,16	4,94	4,73
17	7,55	7,12	6,73	6,37	6,05	5,75	5,47	5,22	4,99	4,77
18	7,70	7,25	6,84	6,47	6,13	5,82	5,53	5,27	5,03	4,81
19	7,84	7,37	6,94	6,55	6,20	5,88	5,58	5,32	5,07	4,84
20	7,96	7,47	7,02	6,62	6,26	5,93	5,63	5,35	5,10	4,87

3. melléklet: Annuitás jelenlegi értéke  $\frac{(1+k)^n - 1}{k \times (1+k)^n}$ , ahol  $k$  a kamatrátá,  $n$  az évek száma.

Évek ( $n$ )	Kamat ( $k$ )				
	21 %	22 %	23 %	24 %	25 %
1	0,83	0,82	0,81	0,81	0,80
2	1,51	1,49	1,47	1,46	1,44
3	2,07	2,04	2,01	1,98	1,95
4	2,54	2,49	2,45	2,40	2,36
5	2,93	2,86	2,80	2,75	2,69
6	3,24	3,17	3,09	3,02	2,95
7	3,51	3,42	3,33	3,24	3,16
8	3,73	3,62	3,52	3,42	3,33
9	3,91	3,79	3,67	3,57	3,46
10	4,05	3,92	3,80	3,68	3,57
11	4,18	4,04	3,90	3,78	3,66
12	4,28	4,13	3,99	3,85	3,73
13	4,36	4,20	4,05	3,91	3,78
14	4,43	4,26	4,11	3,96	3,82
15	4,49	4,32	4,15	4,00	3,86
16	4,54	4,36	4,19	4,03	3,89
17	4,58	4,39	4,22	4,06	3,91
18	4,61	4,42	4,24	4,08	3,93
19	4,63	4,44	4,26	4,10	3,94
20	4,66	4,46	4,28	4,11	3,95

4. melléklet: Törlesztő faktor  $\frac{k \times (1+k)^n}{(1+k)^n - 1}$ , ahol  $k$  a kamatrátá,  $n$  az évek száma.

Évek ( $n$ )	Kamat ( $k$ )								
	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %
1	1,010000	1,020000	1,030000	1,040000	1,050000	1,060000	1,070000	1,080000	1,090000
2	0,507512	0,515050	0,522611	0,530196	0,537805	0,545437	0,553092	0,560769	0,568469
3	0,340022	0,346755	0,353530	0,360349	0,367209	0,374110	0,381052	0,388034	0,395055
4	0,256281	0,262624	0,269027	0,275490	0,282012	0,288591	0,295228	0,301921	0,308669
5	0,206040	0,212158	0,218355	0,224627	0,230975	0,237396	0,243891	0,250456	0,257092
6	0,172548	0,178526	0,184598	0,190762	0,197017	0,203363	0,209796	0,216315	0,222920
7	0,148628	0,154512	0,160506	0,166610	0,172820	0,179135	0,185553	0,192072	0,198691
8	0,130690	0,136510	0,142456	0,148528	0,154722	0,161036	0,167468	0,174015	0,180674
9	0,116740	0,122515	0,128434	0,134493	0,140690	0,147022	0,153486	0,160080	0,166799
10	0,105582	0,111327	0,117231	0,123291	0,129505	0,135868	0,142378	0,149029	0,155820
11	0,096454	0,102178	0,108077	0,114149	0,120389	0,126793	0,133357	0,140076	0,146947
12	0,088849	0,094560	0,100462	0,106552	0,112825	0,119277	0,125902	0,132695	0,139651
13	0,082415	0,088118	0,094030	0,100144	0,106456	0,112960	0,119651	0,126522	0,133567
14	0,076901	0,082602	0,088526	0,094669	0,101024	0,107585	0,114345	0,121297	0,128433
15	0,072124	0,077825	0,083767	0,089941	0,096342	0,102963	0,109795	0,116830	0,124059
16	0,067945	0,073650	0,079611	0,085820	0,092270	0,098952	0,105858	0,112977	0,120300
17	0,064258	0,069970	0,075953	0,082199	0,088699	0,095445	0,102425	0,109629	0,117046
18	0,060982	0,066702	0,072709	0,078993	0,085546	0,092357	0,099413	0,106702	0,114212
19	0,058052	0,063782	0,069814	0,076139	0,082745	0,089621	0,096753	0,104128	0,111730
20	0,055415	0,061157	0,067216	0,073582	0,080243	0,087185	0,094393	0,101852	0,109546

4. melléklet: Törlesztő faktor  $\frac{k \times (1+k)^n}{(1+k)^n - 1}$ , ahol  $k$  a kamatrátá,  $n$  az évek száma.

Évek (n)	Kamat (k)								
	10 %	11 %	12 %	13 %	14 %	15 %	16 %	17 %	18 %
1	1,100000	1,100000	1,120000	1,130000	1,140000	1,150000	1,160000	1,170000	1,180000
2	0,576190	0,583934	0,591698	0,599484	0,607290	0,615116	0,622963	0,630829	0,638716
3	0,402115	0,409213	0,416349	0,423522	0,430731	0,437977	0,445258	0,452574	0,459924
4	0,315471	0,322326	0,329234	0,336194	0,343205	0,350265	0,357375	0,364533	0,371739
5	0,263797	0,270570	0,277410	0,284315	0,291284	0,298316	0,305409	0,312564	0,319778
6	0,229607	0,236377	0,243226	0,250153	0,257157	0,264237	0,271390	0,278615	0,285910
7	0,205405	0,212215	0,219118	0,226111	0,233192	0,240360	0,247613	0,254947	0,262362
8	0,187444	0,194321	0,201303	0,208387	0,215570	0,222850	0,230224	0,237690	0,245244
9	0,173641	0,180602	0,187679	0,194869	0,202168	0,209574	0,217082	0,224691	0,232395
10	0,162745	0,169801	0,176984	0,184290	0,191714	0,199252	0,206901	0,214657	0,222515
11	0,153963	0,161121	0,168415	0,175841	0,183394	0,191069	0,198861	0,206765	0,214776
12	0,146763	0,154027	0,161437	0,168986	0,176669	0,184481	0,192415	0,200466	0,208628
13	0,140779	0,148151	0,155677	0,163350	0,171164	0,179110	0,187184	0,195378	0,203686
14	0,135746	0,143228	0,150871	0,158667	0,166609	0,174688	0,182898	0,191230	0,199678
15	0,131474	0,139065	0,146824	0,154742	0,162809	0,171017	0,179358	0,187822	0,196403
16	0,127817	0,135517	0,143390	0,151426	0,159615	0,167948	0,176414	0,185004	0,193710
17	0,124664	0,132471	0,140457	0,148608	0,156915	0,165367	0,173952	0,182662	0,191485
18	0,121930	0,129843	0,137937	0,146201	0,154621	0,163186	0,171885	0,180706	0,189639
19	0,119547	0,127563	0,135763	0,144134	0,152663	0,161336	0,170142	0,179067	0,188103
20	0,117460	0,125576	0,133879	0,142354	0,150986	0,159761	0,168667	0,177690	0,186820

4. melléklet: Törlesztő faktor  $\frac{k \times (1+k)^n}{(1+k)^n - 1}$ , ahol  $k$  a kamatrátája,  $n$  az évek száma.

Évek ( $n$ )	Kamatráta ( $k$ )						
	19 %	20 %	21 %	22 %	23 %	24 %	25 %
1	1,190000	1,200000	1,210000	1,220000	1,230000	1,240000	1,250000
2	0,646621	0,654545	0,662489	0,670450	0,678430	0,686429	0,694444
3	0,467308	0,474725	0,482175	0,489658	0,497173	0,504718	0,512295
4	0,378991	0,386289	0,393632	0,401020	0,408451	0,415926	0,423442
5	0,327050	0,334380	0,341765	0,349206	0,356700	0,364248	0,371847
6	0,293274	0,300706	0,308203	0,315764	0,323389	0,331074	0,338819
7	0,269855	0,277424	0,285067	0,292782	0,300568	0,308422	0,316342
8	0,252885	0,260609	0,268415	0,276299	0,284259	0,292293	0,300399
9	0,240192	0,248079	0,256053	0,264111	0,272249	0,280465	0,288756
10	0,230471	0,238523	0,246665	0,254895	0,263208	0,271602	0,280073
11	0,222891	0,231104	0,239411	0,247807	0,256289	0,264852	0,273493
12	0,216896	0,225265	0,233730	0,242285	0,250926	0,259648	0,268448
13	0,212102	0,220620	0,229234	0,237939	0,246728	0,255598	0,264543
14	0,208235	0,216893	0,225647	0,234491	0,243418	0,252423	0,261501
15	0,205092	0,213882	0,222766	0,231738	0,240791	0,249919	0,259117
16	0,202523	0,211436	0,220441	0,229530	0,238697	0,247936	0,257241
17	0,200414	0,209440	0,218555	0,227751	0,237021	0,246359	0,255759
18	0,198676	0,207805	0,217020	0,226313	0,235676	0,245102	0,254586
19	0,197238	0,206462	0,215769	0,225148	0,234593	0,244098	0,253656
20	0,196045	0,205357	0,214745	0,224202	0,233720	0,243294	0,252916



## JELÖLÉSEK MAGYARÁZATA

$A$	a vállalat birtokában levő összes eszköz ( <i>Total Assets</i> )
$A-M$	részvényesek, akik az <i>MBO</i> -ban nem részesednek
$Am_t$	amortizáció a $t$ -edik periódusban
$AV_m$	a projekt elvetési értéke ( <i>Abandonment Value</i> ) az $m$ -edik periódusban
$b$	profit visszatartási ráta ( <i>Retention Rate</i> )
$B$	az <i>LBO</i> -bank mint hitelező
$C$	a vállalat vagy a vállalati rész továbbvezetése
$CF$	pénzáram
$CF_t$	elvárt többlet pénzáram nagysága a $t$ -edik időpontban vagy üzleti évben
$CF_{tE}$	a bevont saját tőkére jutó elvárt többlet pénzáramnak az a nagysága a $t$ -edik időpontban, amit az üzleti terület az anyatársaságnak nyújt
$CI$ vagy $T^*$	tőkeintenzitási ráta
$CL$	megszüntetés
$CROR$	a vállalat megtérülési rátája ( <i>Corporate Rate of Return</i> )
$Div_t$	a $t$ -edik periódusban kifizetett vagy kifizethető osztalék nagysága,
$D$	a dezinvestíciós döntési folyamat kiváltása-kezdeményezése
$DC$	a teljes stratégia feladása
$DP$	adósságkapacitás
$DPS$	egy részvényre jutó osztalék ( <i>Dividends per Share</i> )
$e$	a vállalat által fenntartani kívánt fizetőképességi arány ( <i>Solvency Rate</i> )
$E$	a részvénytőke piaci értéke
$E_{NY}$	a részvénytőke év eleji (nyitó) értéke
$E_Z$	a részvénytőke év végi (záró) értéke
$EAT$ vagy $NP$	adózott eredmény ( <i>Earnings after Taxes</i> or <i>Net Profit</i> )
$EBIT$	kamat- és adófizetés előtti eredmény ( <i>Earnings before Interest and Taxes</i> ) vagy a magyar számviteli törvény szerint üzemi (üzleti) tevékenység eredménye
$EBIT_j$	a vállalat (bruttó) jövedelme kamat- és adófizetés előtt, ami a realizált beruházási programból adódik a $j = 1, 2, \dots, T$ periódusban
$EBT$	adófizetés előtti eredmény ( <i>Earnings before Taxes</i> )
$EFN$	külső finanszírozási igény nagysága ( <i>External Financial Needed</i> )
$ENPV$	várható nettó jelenérték
$EPS$	egy részvényre jutó adózott eredmény ( <i>Earnings per Share</i> )
$EPV$	várható jelenérték
$E(R)$	várható megtérülési ráta
$\Delta E_t$	a saját tőke bevonás változása a $t$ -edik időpontban
$FCF$	szabad pénzáram ( <i>Free Cash Flow</i> )
$FGR$	az értékesítési árbevétel finanszírozható növekedési rátája ( <i>Financeable Growth Rate</i> )
$IGR$	az értékesítési árbevétel belső növekedési rátája ( <i>Internal Growth Rate</i> )
$\tilde{G}_j$	a $j$ -edik vállalat várható éves (bruttó) nyeresége kamat- és osztalékfizetésre,
$G_S$	az értékesítési árbevétel növekedési rátája
$SGR$	az értékesítési árbevétel fenntartható növekedési rátája
”H”	feladat vagy funkció áthelyezés ”H” üzleti egységhez
$I_0$	kezdeti beruházási kiadás a $t = 0$ időpontban (ez a vonatkoztatási időpont)

$I_{0E}$	a bevont saját tőke nagysága az adott cselekvési alternatíva megvalósításához a $t = 0$ időpontban (ez a vonatkoztatási időpont)
$In_t, (O_t)$	pénzbeáramlás (pénzkiáramlás, magában foglalja a pótló beruházást) a $t$ -edik periódusban
$k$ vagy $i$	kamatráta
$k_D$	az idegen tőke költsége
$k_E$	a saját tőke költsége
$KBF$	kapacitásbővítési faktor
$L$	finanszírozási áttétel ( <i>Leverage</i> )
$m$	nettó profithányad ( <i>Margin on Sales = NP/S</i> )
$M$	menedzsmen, aki $Z$ részvényeivel rendelkezik
$MC$	az egyesült cég
$MP$	határár
$n$	a projekt használati ideje ( $t = 1, 2, \dots, n$ )
$N$	az új részvények száma
$NPV$ vagy $CV$	nettó jelenérték vagy tőkeérték
$NPV^m$	az $m$ -edik periódus pénzáramának és a projekt $m$ -edik periódus végi elvetési értékének együttes nettó jelenértéke
$NPV_E$	a bevont saját tőkére vetített tőkeérték
$O$	a régi részvények száma
$P_{fict}$	látszat nyereség ( <i>Fictitious Profit</i> vagy <i>Scheingewinn</i> )
$P_R$	régi részvény árfolyama a tőkeemelés előtt
$P_U$	vételi árfolyam az új részvényekre ( $P_U < P_R$ )
$PV$	jelenérték ( <i>Present Value</i> )
$q = (1 + k)^{-1}$	diszkontfaktor
$q_t$	a $t$ -edik periódus diszkontfaktora
$R$	kitűzött cél-megtérülési ráta
”R”	”R” üzleti egység megvásárlása
$R_n$	elvárt (likvidációból származó) többlet pénzáram az üzleti területből a tervezési időtartam végén
$R_{nE}$	a saját tőkére jutó elvárt többlet pénzáram az üzleti területből a tervezési időtartam végén
$ROA$	a vállalat birtokában levő összes eszközzel elért megtérülési ráta ( <i>Return on Assets</i> )
$ROE$	részvénytőke arányos megtérülési ráta ( <i>Return on Equity</i> )
$ROI$	a befektetett tőkére jutó megtérülési ráta ( <i>Return on Investments</i> )
$s$	önfinanszírozási arány ( <i>Self Financing Ratio</i> )
$S$	értékesítési árbevétel ( <i>Sales</i> )
$SFGR$	önfinanszírozható növekedési ráta ( <i>Self Financeable Growth</i> )
$SV$	részvény- vagy tulajdonosi érték ( <i>Shareholder Value</i> )
$T$	eszközarányos megtérülési ráta ( <i>Assets Turnover = S/A</i> )
$V$	a vállalat piaci értéke
$w$	bekövetkezési valószínűség
$Z$	céltársaság

## ÁBRAJEGYZÉK<sup>41</sup>

1-1. ábra: Az ún. hagyományos vállalati pénzügyek tartalma	11
1-2. ábra: A vállalkozások ún. pénzügy szemléletű életciklus szakaszai	13
1-3. ábra: A vállalati <i>turnaround</i> menedzselési munka körforgása	16
2-1. ábra: A lehetséges cégalapítási formák	18
2-2. ábra: Az osztalékfizetés alakulása limitált elsőbbségi osztalék esetén	38
2-3. ábra: Az osztalékfizetés alakulása prioritásos elsőbbségi osztalékigénynél	39
2-4. ábra: Az osztalékfizetés alakulása prioritásos elsőbbségi osztalékigény esetén, az egyenlő felosztási szabály összekapcsolásával	40
2-5. ábra: A Canvas modell kapcsolatrendszere	46
3-1. ábra: A magyar TOP 100 ágazatainak nettó értékesítési árbevételeinek alakulása 2007-2013 között	53
3-2. ábra: A TOP100 tőkeszerkezetének minősítése 2013. évben	54
3-3. ábra: A ROI nagyságát befolyásoló növekedési potenciálokat felölelő 3 csoport	57
3-4. ábra: A TOP 100 járműipari ágazatba tartozó cégek relatív piaci részesedése és a befektetés intenzitásának hatása a ROI nagyságra (százalékban)	57
3-5. ábra: A TOP 100 járműipari ágazatba tartozó cégek nettó jövedelemzóságának és eszközhatékonyságának hatása a ROA nagyságra 2013-ban (százalékban)	58
3-6. ábra: A TOP 100 járműipari ágazatba tartozó cégek ROA és finanszírozási szerkezetének hatása a ROE nagyságra (százalékban)	58
3-7. ábra: A vállalati növekedés kombinált elemzésének tartalma	60
3-8. ábra: A növekedés és a külső finanszírozási igény közötti összefüggés	65
3-9. ábra: A működési cash ciklus tartalma a tevékenység és pénzáram követése alapján	67
3-10. ábra: Az éves SFGR kalkulációs sémája	67
3-11. ábra: A magyar TOP 100 13 ÁGAZAT JÖVEDELMEZŐSÉGÉNEK összminősítése 2013. évben	71
3-12. ábra: A magyar TOP 100 13 ÁGAZAT KOCKÁZATI összminősítése 2013. évben	74
3-13. ábra: A magyar TOP 100 13 ÁGAZAT összminősítése 2013. évben	76
3-14. ábra: A fenntartható növekedési rátának a befolyásoló tényezői	80
3-15. ábra: Az operatív finanszírozási igényépítőkövei	88
3-16. ábra: A magyar TOP 100 JÁRMŰIPAR ágazat forgási ideje és összetevőinek, valamint a szállítói tartozások rendezési idejének alakulása 2008-2013 között (napokban)	89
3-17. ábra: A TOP 100 és 500 járműipari ágazat finanszírozási idejének alakulása 2008-2013 között (napokban)	90
3-18. ábra: A magyar TOP 100 és 500 járműipari ágazat időtartam mutatószám alakulása 2008-2013 között (napokban)	92
3-19. ábra: A magyar és a külföldi tulajdonban lévő mezőgazdasági vállalkozások effektív adórátáinak alakulása a marginális adóráták alakulása ismeretében (%)	98
3-20. ábra: A vállalati értéknövekedés elemzésének lépései	107
3-21. ábra: Az SV számítás összetevői	110
3-22. ábra: Az értékgenerátor modellek összetevői	111
3-23. ábra: A SV-modell javasolt módosítási lehetőségei	119
4-1. ábra: A vállalati működés megőrzésének javasolt pénzügyi elemei	123
4-2. ábra: Az értékelés, a tőkemegőrzés és a nyereség felosztás kapcsolódásai	132

<sup>41</sup> Az ábrák számozása fejezetenként külön-külön történt (például a 2-3. ábra a második fejezet 3. számú ábráját jelöli).

5-1. ábra: A fejlődő vállalati válság tipológiái	138
5-2. ábra: A vállalati válság fázisai	141
5-3. ábra: A vállalati válság fázismodellje	142
5-4. ábra: A reális vállalati válság lefutása	143
5-5. ábra: Fogalmi körbehatárolások	154
5-6. ábra: A <i>quick take off</i> és a <i>soft landing turnaround</i> menedzselés lépéssorozata	160
5-7. ábra: A <i>turnaround</i> menedzselés néglépcsős modellje	165
5-8. ábra: A vállalati kríziskezelés típusai	170
5-9. ábra: A vállalati csőd költségek típusai	171
5-10. ábra: Az optimális vállalati tőkestruktúra a csőd költségek figyelembevételével	173
5-11. ábra: A "továbblétezni vagy csődöt jelenteni" döntés mérlegelése	182
5-12. ábra: Adósság szerint megfogalmazott kritériumok különböző vállalati helyzetekben	182
5-13. ábra: A reorganizációs eljárás felépítése/fázisai csődeljárás keretében	188
5-14. ábra: A reorganizációs terv felépítése/tartalma	190
5-15. ábra: A vállalati reorganizáció tervezési folyamatának fázisai	191
5-16. ábra: A vállalati reorganizációs rendszer elemei	193
5-17. ábra: Példa a lehetséges célokra a reorganizációs tervezés keretében	195
5-18. ábra: A lehetséges cselekvési alternatívák az operatív reorganizációs tervezés keretében	199
6-1. ábra: Az átlagos tőkelekötés folyamatos lineáris leírásnál	225
6-2. ábra: A tőkelekötés alakulása az időtartam függvényében folyamatos és periódusvégi lineáris leírásnál	227
6-3. ábra: A kapacitásbővítési faktor ( <i>KBF</i> ) értékének alakulása	228
6-4. ábra: A kalkulált és a degresszív értékcsökkenési leírás hatása a nyereségre	231
6-5. ábra: Az eszköz könyvszerinti értékének alakulása lineáris és degresszív értékcsökkenési leírásnál	232
6-6. ábra: Alapmodell a pénzügyi és a stratégiai kritériumok egyesítéséhez	242
6-7. ábra: A továbbvezetési alternatívák formái	245
6-8. ábra: Az értékesítési alternatívák képzése az akcióváltozók kombinációjával	247
6-9. ábra: A megszüntetési alternatívák képzése az akcióváltozók kifejeződésének kombinációjával	249
6-10. ábra: A stratégiai döntések alaphelyzete	267
6-11. ábra: Egy vállalati rész stratégiai értéke meghatározásának lépései a szinergia hatás alapján	286
6-12. ábra: A szinergia hatások elemzése a <i>Business System Conception</i> alapján	287
6-13. ábra: Egy vállalati rész stratégiai értéke meghatározásának lépései nem leválasztható stratégiánál	291
6-14. ábra: A DP Zrt szervezeti felépítése	293
6-15. ábra: Az S1 stratégia termék-portfólió mátrixa	295
6-16. ábra: Az M&A tranzakciók számának és értékének alakulása Európában	301
6-17. ábra: A vállalat felvásárlása a vevőnek nyújtott hitellel	306
6-18. ábra: A vállalat felvásárlása a céltársaságnak nyújtott hitellel	307
6-19. ábra: A vállalat felvásárlása a vevő 'áltársaságának' nyújtott hitellel	308
6-20. ábra: A vállalat felvásárlása a céltársaságnak nyújtott hitellel	309
6-21. ábra: A vállalat felvásárlása az 'áltársaságnak' nyújtott hitellel	309
6-22. ábra: A hitelezői tőkejuttatás maximuma	312
6-23. ábra: A jövedelmezőségi-hatékonysági kritérium érvényesülése az Alfi Ker. Kft esetében a fúzió előtt és után	336

<b>6-24. ábra: Az Alfí Ker. Kft ROA, ROE rátái és összetevőinek változása a felvásárlást megelőző és azt követő években</b>	<b>337</b>
<b>6-25. ábra: A profit- és cash-alapú fedezeti árbevétel, valamint az ÉNÁ alakulása a létrejött M&amp;A ügyletek előtt és után az IPAR szektorban (ezer HUF)</b>	<b>337</b>
<b>6-26. ábra: A jövedelmezőségi ráták és az ÉNÁ növekedési rátájának alakulása a létrejött M&amp;A ügyletek előtt és után a KERESKEDELEM szektorban (%)</b>	<b>338</b>
<b>6-27. ábra: Az eredménykimutatás ÉNÁ elszámolt, az IGR és a SGR növekedési ráták alakulása az IPAR szektorban (%)</b>	<b>338</b>
<b>6-28. ábra: Az eredménykimutatás ÉNÁ elszámolt, az IGR és a SGR növekedési ráták alakulása a KERESKEDELEM szektorban (%)</b>	<b>339</b>
<b>6-29. ábra: Az eredménykimutatás ÉNÁ elszámolt, az IGR és a SGR növekedési ráták alakulása a SZOLGÁLTATÁS szektorban (%)</b>	<b>339</b>

## TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE<sup>42</sup>

<b>2-1. táblázat: Az elvárt ÜTE meghatározása SAJÁT finanszírozásnál (millió HUF)</b>	<b>21</b>
<b>2-2. táblázat: A hitel törlesztésének terve (millió HUF)</b>	<b>21</b>
<b>2-3. táblázat: Az elvárt ÜTE meghatározása VEGYES finanszírozásnál (millió HUF)</b>	<b>22</b>
<b>2-4. táblázat: A piacon realizálható ÜTE meghatározása SAJÁT finanszírozásnál (millió HUF)</b>	<b>22</b>
<b>2-5. táblázat: A piacon realizálható ÜTE meghatározása VEGYES finanszírozásnál (millió HUF)</b>	<b>23</b>
<b>2-6. táblázat: A piacon realizálható ÜTE és az elvárt ÜTE összehasonlítása (millió HUF)</b>	<b>23</b>
<b>2-7. táblázat: Az érzékenységi vizsgálat eredményei</b>	<b>25</b>
<b>2-8. táblázat: Az eredménykimutatás tervezetek (millió HUF)</b>	<b>26</b>
<b>2-9. táblázat: A mérleg forrás oldalának tervezetei (millió HUF)</b>	<b>26</b>
<b>2-10. táblázat: A rövid lejáratú kötelezettségek tervezése (millió HUF)</b>	<b>27</b>
<b>2-11. táblázat: A tervezett mérleg forgóeszköz tételeinek alakulása (millió HUF)</b>	<b>28</b>
<b>2-12. táblázat: A mérleg eszköz oldalának tervezetei (millió HUF)</b>	<b>28</b>
<b>2-13. táblázat: Az OK Zrt cash flow terve (millió HUF)</b>	<b>29</b>
<b>2-14. táblázat: Az OK Zrt tervezett fund flow kimutatása (millió HUF)</b>	<b>31</b>
<b>2-15. táblázat: A fedezeti volumen és a fedezeti árbevétel számítása</b>	<b>32</b>
<b>2-16. táblázat: A "GHJ" cég mérlege az új tag belépése előtt (millió HUF)</b>	<b>34</b>
<b>2-17. táblázat: A "GHJ" cég mérlege az új tag belépése után – 1. célkitűzés (millió HUF)</b>	<b>35</b>
<b>2-18. táblázat: A "GHJ" cég mérlege az új tag belépése után – 2. célkitűzés (millió HUF)</b>	<b>35</b>
<b>2-19. táblázat: A "HOH" Nyrt mérlege a tőkeemelés előtt (millió HUF)</b>	<b>36</b>
<b>2-20. táblázat: A "HOH" Nyrt mérlege a tőkeemelés után (millió HUF)</b>	<b>36</b>
<b>2-21. táblázat: Az osztalékfizetés alakulása az adózott nyereség függvényében, limitált elsőbbségi osztalékfizetés esetén</b>	<b>37</b>
<b>2-22. táblázat: Az osztalékfizetés alakulása az adózott nyereség függvényében, prioritásos elsőbbségi osztalékfizetés esetén</b>	<b>38</b>
<b>2-23. táblázat: Az osztalékfizetés alakulása az adózott nyereség függvényében prioritásos elsőbbségi osztalékigény esetén, az egyenlő felosztási szabály összekapcsolásával</b>	<b>39</b>
<b>3-1. táblázat: A belső és a külső vállalati növekedés lehetséges útjai</b>	<b>50</b>
<b>3-2. táblázat: A TOP100 3 ágazatába tartozó legnagyobb cégek jövedelmezőségi szintjeinek alakulása (százalékban)</b>	<b>53</b>
<b>3-3. táblázat: A külső vállalati növekedés rendszerezése az életszakaszok függvényében</b>	<b>56</b>
<b>3-4. táblázat: A vállalat növekedési kilátásai</b>	<b>61</b>
<b>3-5. táblázat: A vállalat saját tőkehányadának alakulása</b>	<b>62</b>
<b>3-6. táblázat: A vállalat növekedési arányának alakulása</b>	<b>62</b>
<b>3-7. táblázat: A vállalat növekedési rugalmasságának alakulása</b>	<b>64</b>
<b>3-8. táblázat: A magyar TOP100 13 ÁGAZAT JÖVEDELMEZŐSÉGI MIX mutatószámai és értékei 2013. évben (százalékban)</b>	<b>66</b>

<sup>42</sup> A táblázatok számozása fejezetenként külön-külön történt (például a 2-3. táblázat a második fejezet 3. számú ábráját jelöli).

<b>3-9. táblázat: A magyar TOP 100 13 ÁGAZAT KOCKÁZATI MÍX mutatószámai és értékei 2013. évben</b>	<b>73</b>
<b>3-10. táblázat: Az eredménykimutatás főbb sorai a 4 növekedési ráta függvényében (millió HUF)</b>	<b>88</b>
<b>3-11. táblázat: A TOP 100 és 500 járműipari cégeinek vizsgálata aszerint, hogy a vevői követelésekből vajon lehetett-e finanszírozni a szállítói tartozásokat (napokban)</b>	<b>90</b>
<b>3-12. táblázat: A TOP 100 és 500 járműipari ágazat forgótőkéjének alakulása 2008 és 2013 között (ezer HUF)</b>	<b>91</b>
<b>3-13. táblázat: A vállalati növekedés indikátorai</b>	<b>94</b>
<b>3-14. táblázat: Az üzleti partnerek és a tulajdonosok befolyása a vállalati eredménytermelésben</b>	<b>95</b>
<b>3-15. táblázat: Az értékteremtő tényezők 4 szerző véleménye alapján</b>	<b>96</b>
<b>3-16. táblázat: A magyar és a külföldi tulajdonban lévő mezőgazdasági vállalkozások Rappaport-féle értékteremtőinek alakulása (%)</b>	<b>97</b>
<b>3-17. táblázat: Értékelési formulák</b>	<b>106</b>
<b>3-18. táblázat: Az SV kalkulációja (millió HUF)</b>	<b>108</b>
<b>3-19. táblázat: 1 millió HUF örökjáradék és annuitás jelenértékének összehasonlítása 10%-os tőkeköltség mellett</b>	<b>108</b>
<b>3-20. táblázat: A Hiller Zrt záró mérleg tételei (millió HUF)</b>	<b>111</b>
<b>3-21. táblázat: A Hiller Zrt gazdálkodására vonatkozó további adatok (millió HUF)</b>	<b>112</b>
<b>3-22. táblázat: A tervezett (társasági adóval nem korrigált) nyereség számítása (millió HUF)</b>	<b>112</b>
<b>3-23. táblázat: A mérlegtervezetek (millió HUF)</b>	<b>112</b>
<b>3-24. táblázat: A tervezett alapáramlási kimutatások (millió HUF)</b>	<b>113</b>
<b>3-25. táblázat: A tervezett többlet pénzáramok alakulása (millió HUF)</b>	<b>113</b>
<b>3-26. táblázat: A Hiller Zrt értéke a tulajdonos szempontjából (millió HUF)</b>	<b>114</b>
<b>3-27. táblázat: A jelenérték számításának menete az 5 éves tervezési időtartamra az értékesítés megtérülési modellje alapján (millió HUF)</b>	<b>115</b>
<b>3-28. táblázat: A tervezett nyereség alakulása (millió HUF)</b>	<b>116</b>
<b>3-29. táblázat: A tervezett mérlegek (millió HUF)</b>	<b>116</b>
<b>3-30. táblázat: A tervezett alapáramlási kimutatás (millió HUF)</b>	<b>116</b>
<b>3-31. táblázat: A jelenérték számításának menete az 5 éves tervezési időtartamra a tőkebevonási és -megtérülési modell alapján (millió HUF)</b>	<b>117</b>
<b>4-1. táblázat: A nyereség meghatározása a négy elv mellett</b>	<b>126</b>
<b>4-2. táblázat: Az amortizáció meghatározása a négy elv mellett (millió HUF)</b>	<b>127</b>
<b>4-3. táblázat: Az éves amortizáció alakulása a napi és a bruttó értékre vetítve</b>	<b>127</b>
<b>4-4. táblázat: A tőkelekötés alakulása (millió HUF)</b>	<b>134</b>
<b>5-1. táblázat: A lehetséges vállalati válságtipológiák</b>	<b>138</b>
<b>5-2. táblázat: Az irányított és a nem irányított válság jellemzői</b>	<b>139</b>
<b>5-3. táblázat: A vállalati válság 'gyenge'jelzései a hazai társaságok körében</b>	<b>145</b>
<b>5-4. táblázat: A vállalati válság okai (mérőszámai) és a javasolt válságmenedzselési típusok</b>	<b>146</b>
<b>5-5. táblázat: A vállalati válságmenedzselés típusai és feladatai</b>	<b>149</b>
<b>5-6. táblázat: Áttekintés a pénzügyi mutatószámokra épülő alkalmazási területekről</b>	<b>151</b>
<b>5-7. táblázat: A <i>turnaround</i> tevékenység mátrixa</b>	<b>167</b>
<b>5-8. táblázat: Csődhelyzet a vállalati vagyon alakulása függvényében (millió HUF)</b>	<b>175</b>
<b>5-9. táblázat: A csődkvóta alakulása</b>	<b>175</b>
<b>5-10. táblázat: A <i>ROE</i> alakulása</b>	<b>175</b>

<b>5-11. táblázat: A vagyon alakulása (millió HUF)</b>	<b>176</b>
<b>5-12. táblázat: A mérlegtételek alakulása (millió HUF)</b>	<b>176</b>
<b>5-13. táblázat: Az állammal szembeni tartozások nagysága (millió HUF)</b>	<b>177</b>
<b>5-14. táblázat: A szállítókkal szembeni tartozások nagysága (millió HUF)</b>	<b>177</b>
<b>5-15. táblázat: A készletek értéke 10. 31-én (millió HUF)</b>	<b>178</b>
<b>5-16. táblázat: Az állammal szembeni tartozások rendezésének egyenlege (millió HUF)</b>	<b>178</b>
<b>5-17. táblázat: A szállítókkal szembeni tartozások egyenlege (millió HUF)</b>	<b>178</b>
<b>5-18. táblázat: A hiteltartozások és fedezetek (millió HUF)</b>	<b>179</b>
<b>5-19. táblázat: A cselekvési lehetőségek a stratégiai reorganizációs tervezés keretében</b>	<b>196</b>
<b>5-20. táblázat: A vállalati reorganizáció technikai lépései</b>	<b>204</b>
<b>5-21. táblázat: A felszámolási zárómérleg tartalma</b>	<b>209</b>
<b>5-22. táblázat: A vagyonfelosztási javaslat tartalma</b>	<b>210</b>
<b>6-1. táblázat: Az SPD társaság év végi mérlegének fő alkotói (ezer HUF)</b>	<b>221</b>
<b>6.2. táblázat: Az üzleti események rendszerezése (millió HUF)</b>	<b>222</b>
<b>6-3. táblázat: Számpélda a periódus kapacitás bővítéséhez (ezer HUF)</b>	<b>224</b>
<b>6-4. táblázat: A kapacitásbővítési faktor (<i>KBF</i>) értékének alakulása</b>	<b>227</b>
<b>6-5. táblázat: A periódus kapacitás alakulása</b>	<b>228</b>
<b>6-6. táblázat: A könyvszerinti érték és kapacitás alakulása kétféle értékcsökkenési leírásnál</b>	<b>233</b>
<b>6-7. táblázat: Példa a periódus kapacitás és a teljes kapacitás számításához a külső tőkeigény redukálása mellett</b>	<b>234</b>
<b>6-8. táblázat: Jövedelmező, de fizetéképtelen vállalkozás mérlege</b>	<b>235</b>
<b>6-9. táblázat: Fizetőképes, de nem jövedelmező vállalkozás mérlege</b>	<b>235</b>
<b>6-10. táblázat: Jövedelmező és fizetőképes vállalkozás mérlege</b>	<b>235</b>
<b>6-11. táblázat: A három stratégia egyéb követelményei</b>	<b>238</b>
<b>6-12. táblázat: A dezinvestíciós döntési folyamatot kiváltó tényezők</b>	<b>240</b>
<b>6-13. táblázat: Pénzügyi kritérium a tőkekivonási döntési folyamat kiváltásához</b>	<b>241</b>
<b>6-14. táblázat: A kritikus érték alakulása a pénzügyi ösztönzés (<i>F</i>) és stratégiai jelentőség (<i>S</i>) multiplikatív összekapcsolásával</b>	<b>243</b>
<b>6-15. táblázat: A pénzügyi és a stratégiai kritériumok egyesítésének mátrixa</b>	<b>243</b>
<b>6-16. táblázat: A továbbvezetési intézkedés alternatívái a stratégiai alapirány változtatása nélkül termelő cégnél</b>	<b>245</b>
<b>6-17. táblázat: Intézkedések a környezet alakulásának függvényében</b>	<b>253</b>
<b>6-18. táblázat: A projektből származó többletpénzáramok nagysága és elvetési értéke (millió HUF)</b>	<b>261</b>
<b>6-19. táblázat: A projektből származó többlet pénzáram és az elvetési érték együttes nettó jelenértékének számítása (millió HUF)</b>	<b>261</b>
<b>6-20. táblázat: A projektből származó várható többlet pénzáramok nagysága (millióHUF)</b>	<b>262</b>
<b>6-21. táblázat: A várható nettó jelenérték (<i>ENPV</i>) számítása (millió HUF)</b>	<b>262</b>
<b>6-22. táblázat: A szórás számítása</b>	<b>263</b>
<b>6-23. táblázat: A 2. évi többlet pénzáramok várható jelenértéke (millió HUF)</b>	<b>263</b>
<b>6-24. táblázat: A várható nettó jelenérték (<i>ENPV</i>) a benne foglalt elvetési értékkel (millió HUF)</b>	<b>264</b>
<b>6-25. táblázat: A többlet pénzáram szórásának számítása a benne foglalt elvetési értékkel</b>	<b>264</b>
<b>6-26. táblázat: A 2. évi többlet pénzáram várható jelenértékének (<i>EPV</i>) számítása akkor, ha az 1. évben 20 millió HUF realizálódott (HUF)</b>	<b>265</b>



<b>6-27. táblázat: Adatok a vállalat stratégiai értékének számításához</b>	<b>267</b>
<b>6-28. táblázat: A személyi kapacitás csökkentés lehetséges intézkedéseinek előnyben részesítési rangsora a vállalat pénzügyi megterhelése szerint</b>	<b>283</b>
<b>6-29. táblázat: A stratégiák áttekintése</b>	<b>293</b>
<b>6-30. táblázat: Áttekintés a DP Zrt üzleti területeinek pénzügyi és stratégiai jelentőségéről</b>	<b>294</b>
<b>6-31. táblázat: Adatok a DP Zrt S1 stratégiájához</b>	<b>295</b>
<b>6-32. táblázat: A DP Zrt pénzügyi és a stratégiai kritériumok egyesítésének mátrixa</b>	<b>296</b>
<b>6-33. táblázat: Az "E" üzleti terület megszüntetési alternatívái (millió HUF)</b>	<b>296</b>
<b>6-34. táblázat: Az "E" üzleti terület cselekvési alternatíváinak pénzáramai (millió HUF)</b>	<b>297</b>
<b>6-35. táblázat: Az "L" üzleti terület cselekvési alternatívái (millió HUF)</b>	<b>297</b>
<b>6-36. táblázat: Az "M" dezinvestíciós projekt értékesítési alternatívái (millió HUF)</b>	<b>298</b>
<b>6-37. táblázat: Az "M" dezinvestíciós projekt megszüntetési alternatívái (millió HUF)</b>	<b>299</b>
<b>6-38. táblázat: Az "O" dezinvestíciós projekt megoldási lehetőségei (millió HUF)</b>	<b>300</b>
<b>6-39. táblázat: A vállalati átstrukturálás esetei</b>	<b>302</b>
<b>6-39. táblázat: A részvényes és a hitelező vagyonának incrementális értékváltozása az 1. periódusban a vállalati egyesülés következményeként</b>	<b>317</b>
<b>6-40. táblázat: Az autonóm és egyesült vállalatok pénzáramának és csőd költségének nagysága (millió HUF)</b>	<b>319</b>
<b>6-41. táblázat: A felvásárló vállalat és a céltársaság pénzügyi adatai</b>	<b>321</b>
<b>6-42. táblázat: Az árbevétel várható növekedési rátája (%)</b>	<b>322</b>
<b>6-43. táblázat: Az „F”, a „C” és az egyesült társaság szinergia nélkül számolt FCF értékei (ezer USD)</b>	<b>323</b>
<b>6-44. táblázat: Az egyesült vállalat szinergiával figyelembe vett vállalat értéke (ezer USD)</b>	<b>324</b>
<b>6-45. táblázat: Az „F” és a „C” vállalat pénzügyi adatai</b>	<b>324</b>
<b>6-46. táblázat: A Tutwiler cég pénzügyi adatai az M&amp;A ügyletet követően (millió USD)</b>	<b>327</b>
<b>6-47. táblázat: A Tutwiler éves FCFE előrejelzett értékei (ezer USD)</b>	<b>329</b>
<b>6-48. táblázat: Az XYZ társaság értékgenerátorai</b>	<b>331</b>
<b>6-49. táblázat: Az XYZ társaság SV számításának menete (millió USD)</b>	<b>331</b>
<b>6-50. táblázat: Egy vállalati fúzióra vonatkozó adatok</b>	<b>333</b>
<b>6-51. táblázat: Egy vállalati fúzióra vonatkozó adatok – "A" eset</b>	<b>333</b>
<b>6-52. táblázat: Egy vállalati fúzióra vonatkozó adatok – "B" eset</b>	<b>333</b>
<b>6-53. táblázat: VALCOR mátrix a stratégia kiválasztásához</b>	<b>334</b>
<b>6-54. táblázat: A hazai felvásárló vállalatok likviditási rátáinak, a tulajdonosi arány és az eladósodási arány alakulása az M&amp;A tranzakciót megelőző és követő években</b>	<b>341</b>
<b>6-55. táblázat: Az FFS a csődbejelentést megelőző évben (ezer HUF)</b>	<b>341</b>
<b>6-56. táblázat: Az FFS a csődbejelentés évében (ezer HUF)</b>	<b>342</b>

## IRODALOMJEGYZÉK

### 1. fejezet

Hambrick, D. C. 1985. *Turnaround Strategies*. In: Guth W. H. (ed.) *Handbook of Business Strategies*. Boston: Warren, Gorham and Lamont.

Katits, E. 2007. *A vállalati gazdálkodás alapjai*. Budapest: Saldo Kiadó.

Katits, E. 2010. A vállalati válság pénzügyi menedzselése. Budapest: Saldo Kiadó.

Katits, E. 2013. *Corporate Value Driven Turnaround Implementation or the Exploration of Restructuring Potential*. In: Ferencz, Á. (szerk.) Kecskemét: *Környezettudatos gazdálkodás és menedzsment: Gazdálkodás és Menedzsment Tudományos Konferencia, 1079*. Kecskeméti Főiskola, 822-826.

Noszky, E. 2009. *Változás- és válságmenedzsment az alapoktól*. Budapest: N&B Kiadó.

Schendel, D. E. – Patton, G. R. – Riggs, J. 1976. Corporate Stagnation and Turnaround. *Journal of Economics and Business*, 236-241.

#### Interenetes hivatkozás

<https://www.deming.org/theman/theories/pdsacycle>

### 2. fejezet

Osterwalder, A. – Pigneur, Y. – Smith, A. 2010. *Business Model Generation*. Hoboken: Wiley & Sons, New Jersey.

Ries, E. 2013. *Lean Startup – Hogyan tegyük ötleteinket sikeressé és fenntarthatóvá?* Budapest: HVG Kiadó.

#### Interenetes hivatkozás

Nemzeti Kutatási, Fejlesztési és Innovációs Hivatal startup térképe és adatbázisa.

<http://kaleidoszkop.nih.gov.hu/>

<https://prezi.com/iaoy34tblgwf/2012-startup-terkepe/>

<https://sites.google.com/site/moocmodulesnls/marketing/the-business-model-canvas>

### 3. fejezet

Agthe, K. 1972. *Strategie und Wachstum der Unternehmung*. Baden-Baden und Bod Homburg: Verlag für Unternehmens-führung Dr. Max Gehlen.

Babcock, G. C. 1970. The Concept of Sustainable Growth. *Financial Analysts Journal*, 108-114.

Doyle, P. 2002. *Értékvezérelt marketing: a részvényesi értéket és a vállalati növekedést támogató marketingstratégiák*. Budapest: Panem Kiadó.

Gräffer, H. 1994. *Bilanzanalyse*. Herne/Berlin: Verlag Neue Wirtschafts-Briefe.

Higgins, R. C. 1984. Sustainable Growth under Inflation. *Financial Management*, 36-40.

Katits, E. – Kucséber, L. Z. – Szalka, É. 2013. A vállalati életszakaszok és a szervezeti átstrukturálások vizsgálata, avagy külső versus belső növekedés. In: Székely Csaba (szerk.) *Felelős társadalom, fenntartható gazdaság: Nemzetközi tudományos konferencia a Magyar Tudomány Ünnepe alkalmából: Tanulmánykötet [Social responsibility, sustainable economy: international scientific conference on the occasion of the Hungarian Science Festival]*. 1157. Konferencia helye, ideje: Sopron, Magyarország, 2013.11.13 Sopron: Nyugat-magyarországi Egyetem Kiadó, 418-434.

Rappaport, A. 1986. *Shareholder Value. The New Standard for Business Performance*. New York: Free Press.

Balogh – Bélyácz – László – Marosi – Szerb – Ulbert 1994. *Vállalati gazdaságtan*. Pécs: Janus Pannonius Egyetemi Kiadó.

Bélyácz, I. 2009. *Befektetési döntések megalapozása*. Budapest: Aula Kiadó.

Brealey, R. – Myers, S. C. 1984. *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill, 847.

- Chandra, P. 2015. *Financial Management: Theory and Practice*. New Delhi: McGraw-Hill Education.
- Copeland, T. – Koller, T. – Murrin, J. 1999. *Vállalatértékelés: értékmérés és értékmaximáló vállalatvezetés*. Budapest: Panem Kiadó.
- Copeland, T. E. – Weston, J. F. 1988. *Financial Theory and Corporate Policy*. Reading: AddisonWesley Publishing Co.
- Damodaran, A. 2006. *A befektetések értékelése*. Budapest: Panem Kiadó.
- Damodaran, A. 2015. *A vállalatértékelés kézikönyve*. Budapest: Alinea Kiadó.
- Ehrhardt, M. C. – Brigham, E. F. 2016. *Corporate Finance: A Focused Approach*. Boston: Cengage Learning.
- Ehrhardt, M. C. – Brigham, E. M. 2011. *Financial Management. Theory and Practice*. New York: Dryden Press.
- Higgins, R. C. 1981. Sustainable Growth under Inflation. *Financial Management*, 36-40.
- Higgins, R. C. – Schall, L. D. 1975. Corporate Bankruptcy and the Conglomerate Merger. *The Journal of Finance*, 93-114.
- Katits, E. 2007. *A vállalati gazdálkodás alapjai*. Budapest: Saldo Kiadó.
- Katits, E. – Kucséber, L. Z. – Szalka, É. 2013. The Corporate Life Cycles and Organizational Restructurings Examination, or the External versus Internal Growth. In: Székely Csaba (szerk.) *Felelős társadalom, fenntartható gazdaság: Nemzetközi tudományos konferencia a Magyar Tudomány Ünnepe alkalmából*. 1157. 2013. november 13. Nyugat-magyarországi Egyetem, Sopron, 418-434.
- Katits, E. – Szalka, É. 2014. *A magyar top 100 növekedési útjai, avagy a 'turnaround' értékvezérelt menedzseléssel*. In: Tompos Anikó, Ablonczyné Mihályka Livia (szerk.) "A tudomány és a gyakorlat találkozása" Kautz Gyula Emlékkonferencia. 2014. június 17. Széchenyi István Egyetem, Győr, 22.
- Katits, E. – Szalka, É. 2015a. Analysis of Factors Influencing the Growth of the Hungarian Top 5000. *Science Journal of Business and Management*, 10-25.
- Katits, E. – Szalka, É. 2015b. Hűsz év számokban – a legnagyobb magyar mezőgazdasági vállalkozások működésének pénzügyi elemzése; *Gzdálkodás*, 04. szám, 315-331.
- Katits, E. – Szalka, É. 2015c. *A magyar TOP 100 pénzügyi elemzése 2008-2013 között: avagy a növekedési lehetőségek feltárása*. Budapest: Saldo Kiadó.
- Lewis, T. G. – Stelter, D. 1994. *Steigerung des Unternehmenswertes: Total-Value-Management*. Landsberg/Lech: Verlag Moderne Industrie.
- Pfohl, H-C. (2006): *Logistikmanagement: Konzeption und Funktionen*. Berlin, Heidelberg, New York: Springer Verlag.
- Pricer, R. W. 1993. Cash flow management. *Public Access, Inc.*, 5-38.
- Rappaport, A. 1986. *Shareholder Value*. The New Standard for Business Performance. New York: Free Press.
- Rappaport, A. 2002. *A tulajdonos érték*. Budapest: Alinea Kiadó.
- Ross, S. A.–Westerfield, R. 1988. *Corporate Finance*. New York: Times Mirror/Mosby College Pub.
- Schult, E. 1986. *Bilanzanalyse*. Freiburg: Rudolf Haufe Verlag.
- Takács, A. 2009. *Vállalatértékelés magyar számviteli környezetben*. Budapest: Perfekt Kiadó.
- Vanlommel, E. 1993. *Financial Management*. De Vlerick School, University of Ghent.
- Weber, J. – Schäffer, U. 2013. *Balance Scorecard&Controlling: Implementierung – Nutzen für Manager und Controller – Erfahrungen in deutschen Unternehmen*. Wiesbaden: Springer Verlag.
- Weston, J. F. – Copeland, T. E. 1992. *Managerial Finance*. Boston: Dryden Press.
- Westerfield R. W. – Ross, S. A. – Jordan, B. D. 2008. *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill/Irwin.

Widelmann, H. 2013. Entwicklungstrend in der Automobil- und Zulieferindustrie: empirische Studie. München: TCW, Transfer-Centrum.

Vishwanath, S. R. (2007): Corporate Finance. California: SAGE.

Zsupanekné Palányi, I. 2011. A vállalati növekedés teoretikus és praktikus szemlélete. PhD-értekezés, PTE KTK, Gazdálkodástani Doktori Iskola, Pécs, 245.

#### **Internetes hivatkozás**

[kgk.sze.hu/images/dokumentumok/kautzkiadvany2013/valtozas/szalka\\_koltai\\_katits.pdf](http://kgk.sze.hu/images/dokumentumok/kautzkiadvany2013/valtozas/szalka_koltai_katits.pdf).  
[laabagnes.hu/wp-content/uploads/2007/04/10\\_ertekoriantalt-teljesitmenymeres.pps](http://laabagnes.hu/wp-content/uploads/2007/04/10_ertekoriantalt-teljesitmenymeres.pps)

#### **4. fejezet**

Eckhardt, H. 2013. *Die Substanzerhaltung industrieller Betriebe: untersucht am Beispiel der niedersächsischen Industrie*. Wiesbaden: Springer Verlag.

Hax, K. 2013. *Die Substanzerhaltung der Betriebe*. Wiesbaden: Springer Verlag.

Katits, E. 2010. *A vállalati válság pénzügyi menedzselése*. Budapest: Saldo Kiadó.

Schneck, O. 2006. *Handbuch alternative Finanzierungsformen*. Wiesbaden: John Wiley & Sons  
Vollmer, T. 2008. *Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre*. München/Wien: Oldenbourg Verlag.

Wöhe, G. – Kaiser, H. – Döring, U. 2010. *Übungsbuch zur Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*. München: Verlag Vahlen.

#### **5. fejezet**

Aghte, K. 1972. *Strategie und Wachstum der Unternehmung*. Baden-Baden/Bad-Homburg: Dr. Max Gehlen.

Albach, H. – Bock, K. – Warnke, Th. 1984. *Wachstumskrisen von Unternehmen*. Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 779-773.

Altman, E. I. 1968. Financial Ratios, Discriminant Analysis, and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance* 23(4), 589–609.

Altman, E. I. 1988. *The Prediction of Corporate Bankruptcy: A Discriminant Analysis*. New York: Garland.

Altman, E. I.–Haldeman, R.–Narayanan, P. 1977. Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporation. *Journal of Banking and Finance* 1(1), 29–54.

Baxter, N. D. 1967. Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital. *The Journal of Finance* 22(3) 395–403.

Beaver, W. 1966. Financial Ratios as Predictors of Failure. *Supplement to Journal of Accounting Research* 4, 71–111.

Beerman, K. 1976. *Possible Ways to Predict Capital Losses with Annual Financial Statements*. University of Düsseldorf Working Paper, 50-54.

Bélyácz, I. 2009. *Befektetési döntések megalapozása*. Budapest: Aula Kiadó.

Bickhoff, N. 2004. *Die Unternehmenskrise als Chance*. Berlin: Springer Verlag.

Black, F.–Scholes, M. S. 1972. The Valuation of Option Contracts and a Test of Market Efficiency. *Journal of Finance* 27(2), 399–418.

Black, F.–Scholes, M. S. 1973. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy* 81(3), 637–654.

Britt, A. 1973. Krisenmanagement zur Sicherung der Unternehmung. *Industrielle Organisation*, 437-444.

Buchner, R. 1985. *Finanzwirtschaftliche Statistik und Kennzahlenrechnung*. München: Vahlen.

Brealey, R. A.–Myers, S. C. 1984. *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill.

Britt, A. 1973. Krisenmanagement zur Sicherung der Unternehmung. *Industrielle Organisation*, 437-444.

- Britt, A. 1973. Krisenmanagement zur Sicherung der Unternehmung. *Industrielle Organisation*, 437-444.
- Churchill, N. C.–Lewis, W. L. 1983. The Five Stages of Small Business Growth. *Harvard Business Review* 61, 30-50.
- Cuny, C.–Talmor, E. 2007. A Rheory of Private Equity Turnarounds. *Journal of Corporate Finance* 13(4), 629–646.
- Curtin, T.–Hayman, D.–Husein, N. 2005. *Managing a Crisis: A Practical Guide*. New York: Palgrave Macmillan.
- Damodaran, A. 2006. *A befektetések értékelése*. Budapest: Panem Kiadó.
- Drucker, P. 2001. *The Essential Drucker*. New York: Harper Business.
- Edmister, R. O. 1972. An Eempirical Test of Financial Ratio Analysis for Small Business Failure Prediction. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 7(2), 1477–1492.
- Fleege-Althoff, F. 1930. *Die notleidende Unternehmen*. Stuttgart: C. E. Poeschel.
- Gebhardt, G. 1980. *Insolvenzprognosen aus aktienrechtlichen Jahresabschlüssen*. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Gloubois, G.–Grammaticos, T. 1988. The Success of Bankruptcy Prediction Models in Greece. *Journal of Banking and Finance* 7, 37–46.
- Grape, C. 2006. *Sanierungsstrategien: Empirisch-qualitative Untersuchung zur Bewältigung schwerer Unternehmenskrisen*. Berlin: Springer Verlag.
- Gungoraydinoglu, A.–Öztekin, Ö. 2011. Firm- and Country-level Determinants of Corporate Leverage: Some New International Evidence. *Journal of Corporate Finance* 17, 1457–1474.
- Haarhoff, K. 2002. The UK's Middle Market: A Statistical Approach to Defining the UK's Mittelstand, International Conference on Medium Enterprise Development, Collingwood College, University of Durham, 14-16 July.
- Hackbarth, D.–Miao, J.–Morellec, E. 2006. Capital Structure, Credit Risk, and Macroeconomic Conditions. *Journal of Financial Economics* 82(3), 519–550.
- Hajdu, O. – Virág, M. 1996. Pénzügyi mutatószámokon alapuló csődelőrejelzés. *Bankszemle*, 40(5), 42–53.
- Hauschildt, J. 2008. Unternehmenskrisen – Herausforderungen an die Bilanzanalyse. In *Krisendiagnose durch Bilanzanalyse* (hrsg.) Jürgen Hauschildt. Köln, 1–16.
- Hauschildt, J.–Grape, C.–Schlindler, M. 2006. Typologien von Unternehmenskrisen im Wandel. *Die Betriebswirtschaft* 66, 7–25.
- Hoványi G. 1995. *A vállalat és környezete az ezredfordulón – a menedzser szemével*. *Közgazdasági Szemle* 42(10), 955–971.
- Hutzschenreuter, T. 2006. Unternehmenskrisen als Teil der Unternehmensentwicklung. In: T. Hutzschenreuter&T. Griess-Nega (Hrsg.) *Krisenmanagement: Grundlagen, Strategien, Instrumente*. Wiesbaden: Gabler. 3 - 18.
- Karsai J. 1991. „Hiteles” vezetők. Az MBO konstrukció. *Közgazdasági Szemle* 38(9), 872–887.
- Katits, E. 2010. *A vállalati válság pénzügyi menedzselése*. Budapest: Saldo Kiadó.
- Katits, E. 2007. *A vállalati gazdálkodás alapjai*. Budapest: Saldo Kiadó.
- Katits, E. 2002. *Pénzügyi döntések a vállalat életciklusában*. Budapest: KJK–KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft.
- Katits E.–Koltai J.–Szalka É. 2013. A magyar TOP100 és a pénzügyi-gazdasági válság, avagy a belső finanszírozási erő megerősítésének kényszere. In: Tompos Anikó, Ablonczyné Mihályka Livia (szerk.) *Növekedés és egyensúly: Kautz Gyua Emlékkonferencia 2013*. június 11. elektronikus formában megjelenő kötete, Győr, Széchenyi István Egyetem.
- Katits, E.–Kucséber, L. Z. 2015. *Az M&A döntések a vállalati életszakaszokban*. Strukturális kihívások – reálgazdasági ciklusok, innovatív lehetőségek a valós és virtuális világokban: Nemzetközi tudományos konferencia a Magyar Tudomány Ünnepe alkalmából = International

- Scientific Conference on the Occasion of the Hungarian Science Festival. Nyugat-Magyarországi Egyetem, Sopron, november 12.
- Katits, E.–Kucséber, L. Z.–Szalka, É. 2013. The Corporate Life Cycles and Organizational Restructurings Examination, or the External versus Internal Growth. Sopron, Nemzetközi Konferencia a Tudomány Ünnepe alkalmából, 11. 13.
- Katits, E. – Szalka, É. 2015a. Analysis of Factors Influencing the Growth of the Hungarian Top 5000. *Science Journal of Business and Management*, 10-25.
- Katits, E. – Szalka, É. 2015b. Húsz év számokban – a legnagyobb magyar mezőgazdasági vállalkozások működésének pénzügyi elemzése. *Gazdálkodás* 04, 315-331.
- Katits, E. – Szalka, É. 2015c. *A magyar TOP 100 pénzügyi elemzése 2008-2013 között: avagy a növekedési lehetőségek feltárása*. Budapest: Saldo Kiadó.
- Katits, E. – Szalka, É. 2015d. *The Investigation of 15 Sector's Growth Potential Between 2008-2013 on the Basis of Annual Accounts of the 500 Greatest Hungarian Companies*. Saarbrücken: Lap Lambert Academic Publishing.
- Katits E.–Szalka É. 2014. *A magyar TOP 100 növekedési útjai, avagy a „turnaround” értékvezérelt menedzseléssel*. Győr, Kautz Gyula Emlékkonferencia, 06. 17.
- Katits, E.–Kucséber, L. Z.–Szalka, É. 2013. Corporate life cycles and organizational restructurings examination, or external versus internal growth. In: Székely Csaba (szerk.), *Felelős társadalom, fenntartható gazdaság: Nemzetközi tudományos konferencia a Magyar Tudomány Ünnepe alkalmából*. Sopron, Nyugat-magyarországi Egyetem, 418–434.
- Katits, E.–Szemán, J.–Varga, E. 2017. *A vállalati tőkefinanszírozási kutatás eredményei – Elmélet versus gyakorlat*. Sopron: Soproni Egyetem Kiadó.
- Klein, J. 2008. *Anforderungen an Sanierungskonzepte*. Berlin–Heidelberg: Springer Gabler Verlag.
- Kohonen, T. 2001. *Self-Organizing Maps*. Berlin–Heidelberg: Springer.
- Kozma F. 1997. *A köztultekintő vállalkozás*. Budapest: Aula Kiadó.
- Kristóf T. 2005. A csődelőrejelzés sokváltozós statisztikai módszerei és empirikus vizsgálata. *Statisztikai Szemle* 83(9), 841–863.
- Krystek, U. 2006. Krisenarten und Krisenursachen. In: *Krisenmanagement. Grundlagen - Strategien - Instrumente*, hrsg. von T. Hutzschenreuter /T. Griess-Nega, Wiesbaden, 41-66.
- Krystek, U. 2002. Unternehmenskrisen: Vermeidung und Bewältigung. In: *Risiken des Unternehmens*. P. Pastors, München/Mering, 87-134.
- Krystek, U. 1987. *Unternehmenskrisen. Beschreibung, Vermeidung und Bewältigung überlebenskritischer Prozesse*. Berlin–Heidelberg: Springer Gabler Verlag
- Krystek, U. 1985. Reorganisationsplanung. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 583-612.
- Krystek, U. 1980. Organisatorische Möglichkeiten des Krisenmanagements. *Zeitschrift für Organisation*, 63-71.
- Krystek, U.–Moldenhauer, R. 2007. *Handbuch Krisen- und Restrukturierungsmanagement*. Stuttgart: Kohlhammer.
- Le Coutre, W. 1926a. *Praxis der Bilanzkritik*. Band I: Ziele und Grundlagen der Bilanzkritik, In: Großmann, H. (Hrsg.) *Bücherei für Bilanz und Steuern*, Band 14, Berlin/Wien: Industrieverlag Spaeth & Linde.
- Le Coutre, W. 1926b. *Praxis der Bilanzkritik*. Band II: Kritik der Vermögenslage, In: Großmann, H. (Hrsg.) *Bücherei für Bilanz und Steuern*, Band 14, Berlin/Wien: Industrieverlag Spaeth & Linde.
- Loistl, O. 1986. Zur Reorganisationsplanung. *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* 38, 441–457.
- Merton, R. 1973. Theory of Rational Option Pricing and Black-Scholes Model. *The Bell Journal of Economics and Management Science* 4(1), 141–183.

- Merton, R. 1974. On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates. *The Journal of Finance* 29(2), 449–470.
- Modigliani, F.–Miller, M. 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review* 53(3), 433–443.
- Moore, S.–Seymour, M. 2005. *Global Technology and Corporate Crisis*. London: Routledge.
- Murphy, J.–Meyers, C. V. 2007. *Turning Around Failing Schools*. National Staff Development Council (U.S.), American Association of School Administrators.
- Müller, R. 1986. *Krisenmanagement in der Unternehmung*. Frankfurt am Main: Peter Lang Verlag.
- Myers, S. C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance* 39(3), 574–592.
- Neophytou, E.–Mar Molinero, C. 2004. Predicting Corporate Failure in the UK: A multidimensional scaling approach. *Journal of Business Finance and Accounting* 31(5–6), 677–710.
- Noszky, E. 2009. *Változás- és válságmenedzsment az alapoktól*. Budapest: N&B Kiadó.
- Nyitrai, T. 2015. *Dinamikus pénzügyi mutatószámok alkalmazása a csődelőrejelzésben*. Doktori értekezés. Budapest: BCE.
- Ohlson, J. 1980. Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research* 18, 109–131.
- Panek, J. F. 1982. Die Finanzanlagen und ihre Wirkungen auf die Unternehmensentwicklung. *Bonner Betriebswirtschaftliche Schriften* 13, 25.
- Porter, M. 1993. *Versenystratégia*. Budapest: Akadémiai Kiadó.
- Raubach, U. 1983. *Früherkennung von Unternehmenskrisen, dargestellt am Beispiel von Handwerksbetrieben*. Frankfurt am Main, Bern, New York, 33–40.
- Ross, S. A.–Westerfield, R. 1988. *Corporate Finance*. New York: Times Mirror/Mosby College Pub.
- Rütschi, K. 1989. Sanierungsmanagement bei Unternehmenskrisen. *IO Management Zeitschrift* 58(2), 54–57.
- Steiner, M.–Rössler, M. 1976. Zukunftsorientierte Bilanzanalyse und ihre Prognosequalität. *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* 28(5), 440–453.
- Schellberg, R. 2016. *Sanierungsmanagement*. Berlin: Erich Schmidt Verlag.
- Schweickart, N. – Töpfer, A. 2005. *Wertorientiertes Management: Werterhaltung - Wertsteuerung - Wertsteigerung ganzheitlich gestalten*. Berlin: Springer Verlag.
- Taffler, R. 1983. The assesment of company solvency and performance using a statistical model. *Accounting and Business Research* 52(13), 295–307.
- Thierhoff, M. – Müller, R. 2015. *Unternehmenssanierung*. Heidelberg: C.F. Müller GmbH.
- Virág M.–Nyitrai T. 2014. Metamódszerek alkalmazása a csődelőrejelzésben. *Hitelintézeti Szemle* 13(4),180–195.
- Virág M.–Hajdu O. 1996. Pénzügyi mutatószámokon alapuló csődmodell-számítások. *Bankszemle* 15(5), 42–53.
- Virág, M.–Kristóf, T. 2005. Az első hazai csődmodell újraszámítása neurális hálók segítségével. *Közgazdasági Szemle* 52(2), 144–162.
- Witte, E. 1981. Die Unternehmenskrise – Anfang vom Ende oder Neubeginn? In: *Unternehmenskrisen – Ursachen, Frühwarnung, Bewältigung*, Hrsg.: Schnellinger, W., W., Bratschitsch, R., Stuttgart, 7-24.
- Warner, J. B. 1977. Bankruptcy Costs: Some Evidence. *The Journal of Finance* 32(2) 337–347.
- Zavgren, J. 1985. Assessing the Vulnerability to Failure of American Industrial Firms: Logistic Analysis. *Journal of Business Finance and Accounting* 12(1), 19–45.
- Zmijewski, M. 1984. Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models. *Journal of Accounting Research* 22, 59–82.

## Internetes hivatkozás

Katits, E. 2013. *A vállalati válságmenedzselés gazdaságunkban, avagy hogyan (ne) menedzseljünk!?* GAZDASÁGETIKA, 6. szám.

<http://gazdasagetika.hu/tartalom-folyoirat/86-gazdasagetika-20136-szam.html>

Katits, E.–Varga, E. 2017. *A vállalati logisztikai tevékenység az értékteremtés szolálatában.*

[http://miau.gau.hu/folyamatmenedzsment/2016/folyamatmenedzsment\\_kihivasai.pdf](http://miau.gau.hu/folyamatmenedzsment/2016/folyamatmenedzsment_kihivasai.pdf)

73–114.

Kristóf, T. 2008. <https://doktori.hu/index.php?menuid=193&lang=HU&vid=3180>

Ratting, A. 2015. *Fizetésképtelenség-előrejelzési megközelítések.* 24.

<http://docplayer.hu/47381589-Fizeteskeptelenseg-elorejelzesi-megkozelitesek.html>

Kucséber, L. Z. 2014. *A pénzügyi kockázatok feltárása a vállalati egyesülések szakaszaiban.*

In: Tompos A., Ablonczyné Mihályka Livia (szerk.) Letöltve:

<http://kgk.sze.hu/images/dokumentumok/kautzkiadvany2014/KucseberL.pdf>

[Laab Á. 2007. laabagnes.hu/wp-content/uploads/2007/04/10\\_ertekoriant-teljesitmenymeres.pps](http://www.laabagnes.hu/wp-content/uploads/2007/04/10_ertekoriant-teljesitmenymeres.pps)

[www.aiche.org](http://www.aiche.org)

[www.bisnode.hu](http://www.bisnode.hu)

## 6. fejezet

Ansoff, H. I. 1966: *Management-Strategie.* München: Verlag Moderne Industrie, München.

Becker, P. – Turner, A. – Varsányi, J. – Virág, M. 2005. *Értékalapú stratégiák. A pénzügyi teljesítmény értékvezérelt menedzsmentje.* Budapest: Akadémiai Kiadó.

Bélyácz, I. 2009. *Befektetési döntések megalapozása.* Aula Kiadó, Budapest, 489.

Braunschweig, K. 2013. *Grundlagen der Unternehmensfinanzierung.* Berlin: Springer Verlag.

Brigham, E. – Ehrhardt, M. C. 2011. *Financial Management.* Mason: Cengage Learning.

Chandra, P. 2015. *Financial Management: Theory and Practice.* New Delhi: McGraw-Hill Education.

Copeland, T. E. – Weston, J. F. 1992. *Financial Theory and Corporate Policy.* Reading: Addison-Wesley Publishing Company.

Damodaran, A. 2006. *A befektetések értékelése.* Budapest: Panem Kiadó.

Damodaran, A. 2010. *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed and Complex Businesses.* New Jersey: Pearson.

Ehrhardt, M. C. – Brigham, E. F. 2016. *Corporate Finance: A Focused Approach.* South-Western: Cengage Learning.

Gaughan, P. A. 2008. *Mergers, Acquisitions, And Corporate Restructurings.* Wiley India Pvt. Limited.

Higgins, R. C. 1971. A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger: Comment. *The Journal of Finance*, 521-537.

Higgins, R. C. – Schall, L. D. 1975. Corporate Bankruptcy and the Conglomerate Merger. *The Journal of Finance*, 93-114.

Hoványi, G. 1995. A vállalat és környezete az ezredfordulón – a menedzser szemével. *Közgazdasági Szemle*, (42)10, 955-971.

Jensen, M. C. 1989. Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy. *Journal of Applied Corporate Finance*, 35-44.

Jensen, M. C. – Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360.

Katits, E. 2002. *Pénzügyi döntések a vállalat életciklusában.* Budapest: KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft.

Katits, E. 2007. *A vállalati gazdálkodás alapjai.* Budapest: Saldo Kiadó.

Katits, E. 2010. *A vállalati válság pénzügyi menedzselése.* Budapest: Saldo Kiadó.



Katits, E. 2013. *Corporate Value Driven Turnaround Implementation or the Exploration of Restructuring Potential*. In: Ferencz, Á. (szerk.) *Kecskemét: Környezettudatos gazdálkodás és menedzsment: Gazdálkodás és Menedzsment Tudományos Konferencia, 1079*. Kecskeméti Főiskola, 822-826.

Katits, E. – Koltai, J. – Szalka, É. 2013. *A magyar TOP100 és a pénzügyi-gazdasági válság, avagy a belső finanszírozási erő megerősítésének kényszere*. In: Tompos Anikó, Ablonczyné Mihályka Livia (szerk.), *Növekedés és egyensúly: Kautz Gyula Emlékkonferencia 2013. június 11. elektronikus formában megjelenő kötete*, Győr, Széchenyi István Egyetem.

Katits, E. – Kucséber, L. Z. – Szalka, É. 2013. *Corporate Life Cycles and Organizational Restructurings Examination, or External versus Internal Growth*. In: Székely Csaba (szerk.), *Felelős társadalom, fenntartható gazdaság: Nemzetközi tudományos konferencia a Magyar Tudomány Ünnepe alkalmából*. 1157. Sopron, Nyugat-magyarországi Egyetem, 418-434.

Katits, E. – Szalka, É. 2015. *The Investigation of 15 Sector's Growth Potential Between 2008-2013 on the Basis of Annual Accounts of the 500 Greatest Hungarian Companies*. Saarbrücken: Lap Lambert Academic Publishing.

Katits, E. – Kucséber L. Z. – Szalka, É. 2014. *A magyar járműipar növekedési lehetőségeinek pénzügyi elemzése, avagy az extern és direkt növekedés mérése*. In: Székely, Cs. (szerk.) *Makrogazdasági döntések – hálózati szinergiák = MACROECONOMIC DECISIONS – NETWORK SYNERGIES: Nemzetközi tudományos konferencia a Magyar Tudomány Ünnepe alkalmából = International Scientific Conference on the Occasion of the Hungarian Science Festival*. 11. 12. Sopron: Nyugat-Magyarországi Egyetem, 559-582.

Kirschkamp, A. 2011. *A Contingency-Based View of Chief Executive Officers' Early Warning Behavior*. Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag.

Kucséber, L. Z. 2015. *A magyarországi fúziók és felvásárlások térbeli jellemzőinek vizsgálata az 1997 és 2013 közötti időszakban*. *Tér és Társadalom*, (29)2, 90-105.

Kucséber, L. Z. 2016. *A hazai felvásárlás előtt és után: Fókuszban a forgótőke menedzselése*. *Hitelintézeti Szemle* (15)1, 70-90.

Lewis, W. W.: *The CEO and Corporate Strategy in the Eighties: Back to Basics*. In: *Interfaces*, (14)1, 3-9.

Moeller, S. – Brady, C. 2014. *Intelligent M&A: Navigating the Mergers and Acquisitions Minefield*. Souther Gate/Chicester: John Wiley&Sons.

Porter, M. E. 2008. *On Competition, Updated and Expanded Edition*. Boston: Harvard Business Review Book.

Mills, R. – Ghosh, S. 1994. *The Role of Strategic Value Analysis in European Privatisation Decision*. *European Management Journal*, (12)2, 189-196.

Rappaport, A. 2002. *A tulajdonos érték*. Budapest: Alinea Kiadó.

Schäfer, D. 2013. *Hausbankbeziehung und optimale Finanzkontrakte: Unvollständige Finanzierungsverträge, Selbstbindung und Unternehmenskontrolle*. Berlin: Springer Verlag.

Virág, M. – Kristóf, T. – Fiáth, A. – Varsányi, J. 2013. *Pénzügyi elemzés, Csődelőrejelzés, Válságkezelés*. Budapest: Kossuth Kiadó.

#### **Internetes hivatkozás**

Damodaran <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Uzik, Martin. *Unternehmensbewertung*.

<http://www.ekf.tuke.sk/files/Unternehmensbewertung.pdf>

Papp, T. – Tóth, K. 2006. *Vállalatfelvásárlások és -összeolvadások mint az értékteremtés eszközei. Versenyképesség kutatások műhelytanulmányok-sorozat, 1-50.*

Letöltve: [http://edok.lib.uni-corvinus.hu/168/1/26\\_mht\\_Papp\\_T%C3%B3th.pdf](http://edok.lib.uni-corvinus.hu/168/1/26_mht_Papp_T%C3%B3th.pdf)

<http://e-beszamolo.kim.gov.hu/kereses-Default.aspx>

<http://hirek.oldal.info/>