

A TŐKEFINANSZÍROZÁSI DÖNTÉSELMÉLET FEJLŐDÉSI SZAKASZAIRÓL

A vállalati tőkefinanszírozási elmélet a XX. században érdekes és gyors fejlődésen ment keresztül. Ez az út a tisztán deskriptív tételtől (finanszírozási alapok leírása) a pénzügyi menedzsment kérdéseken át (pénzügyi tervezés és ellenőrzés) a döntésorientált koncepció kidolgozása (optimális finanszírozási döntéshozatal) felé tart, napjainkban pedig a konszernfinanszírozás önálló és speciális területté fejlődik. A szerző tanulmányában az irányzatok legfigyelemreméltóbb alaptételeit, végeredményeit emeli ki.

A vállalati finanszírozásban az ötvenes évek kezdetéig a hagyományos, deskriptív szemléletmód uralkodott. Ez a tradicionális irányzat a tőkeszerzés különböző lehetőségeinek ábrázolására koncentrált, mindenekelőtt az extern és tartós tőke megszerzésének követelményeit emelte ki a tőkejuttatói kör szemszögéből. Ebben az fejeződött ki, hogy a termelő vagyonyjavak többségét lekötő és működtető társas vállalkozások tőkeszerzési esélyük valóra váltását egyrészt az ideiglenes tőkejuttatókban, a hitelezőkben, másrészt pedig a tartós tőkejuttatókban, vagyis a valódi tulajdonosokban vélik megtalálni. Ezen kívül ez az irányzat a vállalati működés életszakaszainak (alapítás, átalakulás, felszámolás stb.) függvényében is leírja a tőkeszerzés előbb említett lehetőségeinek jellemzőit. Kiemeli egyrészt azt, hogy a kis tőkelekötésű, a tulajdonos által működtetett üzleti vállalkozások elindítása a legkönnyebb. Másrészt a nagy tőkelekötéssel járó vállalkozások tulajdonlasi formációjának osztottsága, korlátozott felelőssége egyaránt megkönnyíti a szabad töredéktőke bevonását, vagy a befektetett tőke kivonását. Harmadrészt pedig – a felszámolás esetét tekintve – a tartós tőkejuttató részvényesek vagy még időben elhagyják a süllyedő hajót, vagy eredeti befektetésük jórészt megsemmisül. Ez kockázatvállalásuk ára. Ők nem veszhetnek és nem is igényelhetnek többet eredeti befektetésüknél. A részvényeseknek reziduális érdekeltségük van a tekintetben, hogy felszámolás esetén előbb a hitelezők jutnak követelésükhöz és csak ezután a preferált, majd a közönséges részvényesek részesednek a hitelezői követelések kifizetése után – ha marad – a vagyon alaptőkearányos részből. Tehát a vállalat finanszírozási lehetetlenülése az ideiglenes tőkejuttatót sújtja.

Fontos megemlíteni még azt, hogy a tradicionális irányzat számba veszi és jellemzi a makrogazdasági tő-

ke-átcsoportosítás pénz- és tőkepiaci intézményeit, amelyek az értékpapírokon keresztül a források közvetítését, transzferálását és időbeli terítését végzik. Ezek a különböző közvetítő szervezetek (brókerek, de albetéti és nem betéti intézmények, valamint a másodlagos tőkepiaci szervezetek) a keresletükkel jelentkező megtakarítók és az értékpapír kínálatukkal fellépő beruházók egymásra találását hivatottak elősegíteni, illetve a tranzakciók lebonyolítását végezni.

Természetesen ez a hagyományos irányzat a mai irányzatban is megtartja a helyét, mivel a finanszírozásban alapelemét képezi. Mindvégig jellemző a vállalati finanszírozási folyamatok külső optikán keresztül történő leírása, valamint az, hogy nincsen elméletképzés.

A hatvanas évek kezdetéig ezt a klasszikus alapot egyre több, a menedzsmentorientált irányzathoz tartozó tétel egészíti ki. Ez az irányzat figyelmet szentel a pénzügyi vezetés elemeinek, mindenekelőtt a pénzügyi tervezésnek és a pénzügyi kontrollnak. Kiemelt szerepe van a vállalati likviditás biztosításának, és a likviditási terv módszeres elképzelésének. Jellemzője, hogy mindezt belső optikával ragadja meg és szisztematizáló eljárásmodot alkalmaz.

A döntésorientált irányzat

A menedzsmentorientált, nagyon is praxisközeli irány mellett a hatvanas évek kezdetével az elméleti koncepciók kiépítése növekvő mértékben előrelendült. A döntésorientált irányzaton belül előtérbe kerül az optimális pénzügyifinanszírozási döntés kérdése. A vállalatfinanszírozási kutatás területén Miller és Modigliani ötvenes évek végétől megjelent munkái, amelyben a vállalatok finanszírozási viszonyait vizsgálták az optimális tő-

kestruktúra kialakítása céljából, igazi publicitáshoz vezettek. Az 1958-ban megjelenő leghíresebb finanszírozáseleméleti tételük – a „Cost of Capital“-konceptió* – az optimális tőkefedezet kutatásával a finanszírozási elmélet központi részévé vált. E szerint a vállalati tőke költség a megszerzett tőke súlyozott átlaga:

$$k = \frac{E \times k_E + D \times k_D}{E + D}$$

ahol k = súlyozott átlagköltség
 k_E = a részvénytőke költsége
 k_D = a kölcsöntőke költsége
 E = részvénytőke
 D = idegen tőke (hitelezői tőke)

Tehát a vállalati tőkeköltség számításakor tekintettel kell lenni a források össztkén belüli arányára. Ezt az álláspontot revidálták a szerzők néhány évvel később,** amely szerint az idegen tőke használati díja a nettó profit meghatározása előtti adóalap-csökkentő tétel, tehát levonható az adózás előtt képződött profitból. Ebből következően a vállalati tőkeköltség kiszámítása a következő:

$$k = \frac{E \times k_E + D \times k_D \times (1-T)}{E + D}$$

ahol k = súlyozott átlagköltség
 k_E = a részvénytőke költsége
 k_D = az idegen tőke költsége
 E = részvénytőke
 D = idegen tőke
 T = vállalati adóráta

A súlyozott tőkeköltség tételek jelentősége abban áll, hogy elérhetővé vált az elméleti optimum a különböző finanszírozási kombinációkban a részvény és az idegentőke-költség alakulásának számszerűsítésével. Az idegen tőke/részvénytőke arány növelésével, azaz a tőkestruktúra változtatásával a vállalat csökkentheti adóját. Az adóvédelem növekedése pedig lefelé szállítja a súlyozott átlagköltség szintjét. Miller és Modigliani revidált álláspontja – tőkéletes tőkepiaci feltételek mellett – a vállalatot idegen tőkénének maximalizálására sarkallja. Tőkéletes tőkepiaci feltételek mellett kevés ilyen gazdálkodó szervezetet találunk.

Az eddig leírtak elvezetnek a tőkeköltség praxisközzeli megragadásához. E szerint a súlyozott átlagköltség

* Modigliani, F.–Miller, M. H.: The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment. American Economic Review, 48. évf., 1958. június, 261–267. pp.

** Modigliani, F.–Miller, M. H.: Corporate Income Taxes and the Cost of Capital, A Corection. American Economic Review, 53. évf., 1963. június, 433–443. pp.

alakulása a finanszírozási kombináció, vagyis a tőkestruktúra változásának függvénye. Amennyiben a vállalat tőkestruktúrájában alacsony az idegen tőke aránya, úgy a részvénytőke alkalmazása kevésbé kockázatos, mint amikor úgy használ részvénytőkét, hogy relatíve magas az idegentőke arány. Magasabb hitelarány esetén növekszik annak a bekövetkezési valószínűsége, hogy a vállalat nem tud fizetési kötelezettségeinek eleget tenni és finanszírozási zavarba kerül. A nagyobb kockázat miatt a részvényesek nagyobb megtérülést várnak el, az osztalékvárakozásuk emelkedik, erre pedig a részvénytőke költségének növelésével reagálnak. Az eddigiekből már jól sejthető, hogy az igénybe vett tőke költségeinek minimalizálása a legjobb hozzájárulás a vállalati sikerhez, és ezáltal a vállalati tőkestruktúra optimalizálásához.

A döntésorientált irányzaton belül a tőkeköltség számszerűsítése mellett a megtérülési szempont is előtérbe kerül. A megtérülési elv azt jelenti, hogy minden egyes befektetett tőkeadaggal szemben megtérülési követelményt kell felállítani. Tehát a tőkeköltség nem más, mint az a minimális megtérülési követelmény, amelyet a beruházó feltétlenül elvár, hiszen az ideiglenes és a tartós tőkejuttató igényét is ki kell elégíteni. Ez azt jelenti egyrészt a tőkeszerző beruházók szempontjából, hogy a beruházás megtérülési rátája nem lehet alacsonyabb a felhasznált tőke költségénél, másrészt pedig a tőkeköltség a tőke használdozati költségeként (opportunity cost) fogható fel. Ez azt követeli meg a beruházóktól, hogy legalább annyi többletprofitot érjenek el, amit a gazdaságban máshol ugyanennek a tőkeadagnak a befektetésével elérhetnének. A tőkejuttatók szempontjából a tőkeköltség az a megkövetelt megtérülési ráta, amely az elvárásukat teljesíti.

Az időtengelyen a hatvanas évek vége felé haladva terjed el az egyszerű leverage-megtérülés modell, amely az idegen tőkének a részvénytőke megtérülésre gyakorolt kedvező hatását fejezi ki. Gyakorlatilag ez azt jelenti, hogy a tőkestruktúrában minél nagyobb az idegen tőke aránya, annál nagyobb a részvényesek várható osztalékalapja. Ez esetben a tőkeköltség-megtérülés formulája az alábbi lesz:

$$r_A = \frac{E \times r_E + D \times r_D \times (1 - T)}{E + D}$$

ahol r_A = a vállalat birtokában levő összes eszközzel szemben megkövetelt megtérülés
 r_E = a részvénytőke megkövetelt megtérülése
 r_D = az idegen tőke megkövetelt megtérülése
 E = részvénytőke
 D = idegen tőke
 T = vállalati adóráta

Az előbbi összefüggést átrendezve kapjuk a következőt:

$$r_E = r_A + D/E \times (r_A - r_D) \times (1 - T)$$

Az optimális idegen tőkearány ott van, ahol a részvénytőke nettó megtérülése a maximumot éri el, és amely a részvénytőke megkövetelt megtérülése és annak költsége közötti különbségként definiálható:

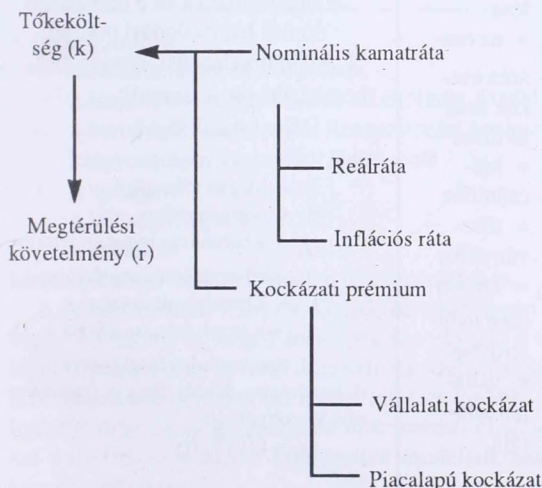
$$r_{\text{Enettó}} = r_E - k_E$$

ahol: $r_{\text{Enettó}}$ = a részvénytőke nettó megtérülése

r_E = a részvénytőke megkövetelt megtérülése

k_E = a részvénytőke költsége (a részvényes befektetése)

A hatvanas évek végétől, a hetvenes évek elejétől kezdve a tőkeköltség tételek és a megtérülés követelmény mellé a kockázat mérleget is belép. Megfogalmazódik az, hogy a különböző finanszírozási eszközök kockázata relatív és abszolút mértékének megragadásához szükséges a kockázat kvantitatív mértéke. Adott pénzügyi befektetés kapcsán a kockázat a tényleges megtérülés és a remélt megtérülés eltérését fejezi ki. Egy konkrét értékpapír kockázatának vizsgálatában a figyelem az értékpapír megtérülésének a várható érték körüli ingadozására irányul. A kockázat számszerűsítésén kívül a kockázat konkrét leírását is megtaláljuk ebben az irányzatban, amely az alábbi összefüggésrendszerben ábrázolható:



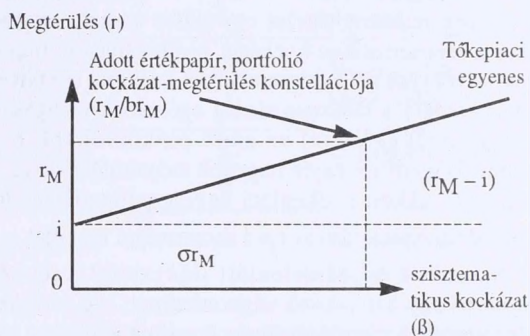
A tőkeköltség kockázati prémiuma két részre bontható:

- nem szisztematikus kockázatra, azaz vállalatspecifikus kockázatra, amely a portfólió diverzifikálásával eliminálható kockázat (értékesítési, üzleti, finanszírozási kockázat stb.),
- szisztematikus kockázatra, azaz a tőkepiacban benne foglalt kockázat, amely a portfólió választék kiterjesztésével sem tüntethető el, elkerülhetetlenül érvényesül (piaciárfolyam-kockázat, kamatkockázat, a vásárlóerő változása, politikai krízis, a monetáris politika szigorítása vagy az adócsökkentés stb.)

Erre a felismerésre épül a hatvanas években kidolgozott – a hetvenes években empirikusan is tesztelt – „Capital Asset Pricing Model” (CAPM),* azaz a tőkeértékelés modellje. Kifejezésre juttatja, hogy egy vállalat, egy értékpapír vagy portfólió, egy beruházási projektum értékelése a megtérülés (return) és a kockázat (risk) közötti átváltási kapcsolat (trade off) általános fogalmának egy speciális esetén alapul. Az alapvető fontosságú kockázattal kapcsolatos kapcsolat kimutatásához a valóságtól elvonatkoztatott tökéletes tőkepiacot tételez fel. A finanszírozási oldalról is fontos összefüggés a megtérülés és a kockázat között a következőképpen ábrázolható:

1. ábra

A CAPM ábrázolása



Jelölések:

r = a finanszírozási eszköztől elvárt, megkövetelt megtérülés

i = a biztonságos eszköz kamatrátája (pl. állampapír)

σ_{r_M} = a piaci portfólió kockázati mértéke a standard eltéréssel mérve

A CAPM végeredménye (a közbeeső lépéseket elhagyva) a következő:

$$r_j = i + \beta_j (r_M - i)$$

$$\text{ahol } \beta_j = \zeta_{jM} \sigma_j / \sigma_M$$

r_j = a j-dik eszköz megkövetelt (várható) megtérülése

i = a biztonságos eszköz kamatrátája, azaz a kockázatmentes kamatrátá

r_M = a piaci portfólió megtérülése

$r_M - i$ = a piaci kockázati prémium

ζ_{jM} = a korrelációs koefficiens a j-dik eszköz megtérülése és a piaci portfólió megtérülése között

σ_j = a j-dik eszköz kockázati mértéke a standard eltéréssel mérve

* Sharpe, W. F.: Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. Journal of Finance, 19. évf. 1964. szept., 425–442. pp. Fama, E. F.–Machbeth, J. D.: Risk, Return and Equilibrium: Empirical Test. Journal of Political Economy, 81. évf. 1973. május 607–636. pp.

σ_M = a piaci portfólió kockázati mértéke a standard eltéréssel mérve

β_j = a j-dik eszköz szisztematikus kockázatának mértéke, amely összehasonlítja egymással a j-dik eszköz megtérülésének variabilitását a piaci portfólió megtérülésével. A $\beta_j < 1$, ha a j-dik eszköz áresése és áremelkedése nagyobb mértékű, mint a piaci árindex, azaz a j-dik eszköz nagyobb szisztematikus kockázatot hordoz, s fokozott mértékben ki van téve a piacialapú változásoknak. Ennek ellenkezőjét jelenti az, ha $\beta_j > 1$, valamint azonos irányú változást a j-dik eszköz és a piaci portfólió megtérülése, és ezáltal kockázata között, ha $\beta_j > 0$.

A végeredmény szerint egy aktív várható megtérülése a szisztematikus kockázat pozitív lineáris függvénye. A tőkejuttató a szisztematikus kockázat (β) növelésével (amely a makrogazdaság egészének mozgásával van összefüggésben) az adott eszközzel (pl. részvény) szemben egyre nagyobb megtérülést vár el. Ha a $\beta_j = 0$, akkor a tőkepiaci egyenes függőleges tengellyel való metszése az $r_f = i$ azonosságot mutatja.

Szintén a döntésorientált irányzattal jellemzett időszak egy következő végeredménye – a kockázatelemzéshez kapcsolódóan – a *leverage kockázati formula*, amely a már említett egyszerű leverage-megtérülés modell pantanjá:

$$\sigma_{rE} = \sigma_{rA} (1 + D/E) \quad \text{vagy} \quad \sigma_{rE} = \frac{\sigma_{rA}}{D/K}$$

ahol σ_{rE} = a részvénytőke megtérülésének kockázata a standard eltéréssel mérve

σ_{rA} = a vállalat birtokában levő összes eszköz megtérülésének kockázata a standard eltéréssel mérve

D = kölcsöntőke

E = részvénytőke

A = összes eszköz a beruházások eredményeképpen

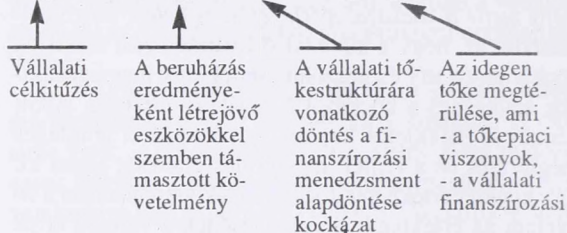
K = összes tőke (D + E = A a vállalati mérleg-azonosság alapján)

A fenti összefüggés alapján azt látjuk, hogy a tőkejuttató részvényes kockázata a beruházási kockázatból (σ_{rA}) áll, multiplikálódva a vállalati tőkestruktúrát alkotó komponensek arányával (D/E), plusz egy. Mind ez arra hívja fel a figyelmet, hogy a vállalati tőkeszerkezetre vonatkozó döntéseknél a megtérülési vonatkozások mellett a kockázati megfontolásokra is tekintettel kell lenni. A vállalati finanszírozástanon belül ez a jól ismert két formula megerősíti a kockázat-megtérülés együttes kezelését és mérlegelését.

A döntésorientált irányzat kiemelt tételei, nevezetesen a „Leverage Model” a „Cost of Capital”-tétélekkel

és a „Capital Assets Pricing Modell”-lel értékes betekintést adnak a pótlólagos idegen tőkebevonás költségmegtérülés-kockázat összefüggéseibe és segítségül szolgálnak a kedvező vállalati tőkestruktúrára vonatkozó döntés megalapozásához. Ennek az irányzatnak azért nagy a jelentősége, mert az addig izolált, a tőkeszerzésre leszűkített szemléletmód kibővül egy egységes, a beruházási és finanszírozási oldalt összefoglaló koncepcióval. E szerint a beruházásról és a finanszírozásról szóló döntés sok szálon keresztül összefonódik, egymással szorosan összefügg. A korábban közölt leverage-megtérülési modellben ez az összefüggés a következőképpen mutatható ki:

$$r_E = r_A + D/E \times (r_A - r_D) \times (1 - T)$$



ahol:

r_E = a részvénytőke megtérülése

r_A = az összes eszköz megtérülése

D = kölcsöntőke

E = részvénytőke

r_D = idegen tőke megtérülése

T = vállalati adóráta

- és adósságarány következménye

A finanszírozási és a beruházási döntés kapcsolódási pontjai:
 A finanszírozási döntés függ a beruházási projektumtól:
 $D/E = f(r_A, I, \sigma_{rA})$

ahol

D = idegen tőke

E = részvénytőke

r_A = a beruházás nyomán létrejövő eszközök megtérülése

I = a beruházott összeg

σ_{rA} = a beruházás kockázata a standard eltéréssel mérve

A beruházási döntés függ a finanszírozási viszonyoktól:

$r_A = f(D/E, r_D)$

ahol

r_A = a beruházás nyomán létrejövő eszközök megtérülése

D = idegen tőke

E = részvénytőke

r_D = a kölcsöntőke megtérülése

Látjuk, hogy a finanszírozási forrásokra vonatkozó döntés függ a beruházás bruttó megtérülésétől (r_A), az adott beruházási projektum kezdeti költségétől (I) és a beruházáshoz tapadó kockázattól, amelyet a megtérülések variabilitásával mérhetünk (σ_{rA}). Ez érthető is, hiszen a tőkejuttató akkor bocsátja rendelkezésére a finanszírozási forrást, ha a tőkeszerző beruházó megalapozott

tőke költségvetési tervet tesz elé az anticipált költségmegtérülés-kockázat kalkulációra vonatkozóan. Ugyanakkor a beruházásról szóló döntés függ a vállalati tőkestruktúrától (D/E) és az idegen tőke kamatrátájától (r_D). Ez alapján a beruházási projektum választása, illetve elhagyása közvetlenül függ a finanszírozási forrásoldaltól, amely éppen a magas adósságvállalás miatt a beruházási projektumról való lemondást is jelentheti. Tehát a beruházási és a finanszírozási döntés kapcsolódási pontjai egy „háromdimenziós” összehangolási folyamatot takarnak, ahogyan azt a 2. ábra mutatja:

zattal ellentétben ez az irányzat integrált és döntésorientált eljárásokkal dolgozik, valamint megpróbálja a vállalatot egyszerre külső és belső optikán keresztül szemlélni. Jellegzetessége az interdiszciplináris területkezelés.

Az 1. táblázat a közölt fejlődési fokok és irányzatok rövid áttekintését adja.

A vállalati tőkefinanszírozás ötvenes évektől napjainkig tartó modern irányzatában egyre erőteljesebben fogalmazódik meg az, hogy a finanszírozási elmélet a valósághoz közelálló segítséget nyújtson, a finanszíro-

2. ábra

A vállalat beruházási és finanszírozási döntéshozatali folyamatának összehangolása

Kiépítési dimenzió	BERUHÁZÁSI DÖNTÉS	FINANSZÍROZÁSI DÖNTÉS	Összehangolási folyamat
• Volumen	- Eszközigeny (I)	↔ - Tőkealapok (K = D + E)	• Pénzügyi/Tőke-költségvetés
• Költség/Megtérülés	↕ - Beruházás megtérülés (r_A)	↔ - Tőkeköltség elemzés (k)	↕ • Költség/Megtérülés
• Kockázat	- Beruházási kockázat (σ_A)	↔ - Finanszírozási kockázat	• Kockázati területek egybevetése

A fentiek szerint

- az eszközigeny és a tőkealap,
- a beruházás megtérülése és tőkeköltség, továbbá
- a beruházási kockázat és finanszírozási kockázat kiegyensúlyozása mellett érvényesül
- a volumen
- a költség/megtérülés
- a kockázat

három kiépítési dimenziójának a harmonizálása is.

A döntésorientált irányzat fő érdeme tehát éppen az, hogy elméletileg egységes koncepcióban egyesíti a vállalati döntéshozatalt kiváltó finanszírozási lehetőségeket a beruházási lehetőségekkel. Az irányzat további jellemzője még az, hogy analízáló matematikai eljárásokkal dolgozik és mindezt kifejezetten modellalkotási, -képzési célból teszi.

**Összegzés:
a jelen és a közeljövő**

A multinacionális irányzat a negyedik és legújabb irányzat a korábbiak mellett, amely kiegészül nemzetközi aspektusokkal is. Ennek egy speciális területe a multinacionális konszernnek pénzügyi menedzselése, amely elképzelhetetlen a különböző típusú kockázatok elleni védekezés nélkül. E célt szolgálja a különböző modern pénzügyi innovációk születése, mint pl. a portfólió menedzselési stratégiák put és call opciókkal, vagy a pénzügyi futures-ök használata. A többi irány-

zasi döntéshozatalhoz konkrét megoldási kulcsot adjon. Ennek szükségességét az indokolja, hogy a finanszírozási gyakorlat a mai napig egyszerű eljárásokkal és szabályokkal segített magán, ellentétben a finanszírozáselméleti kutatás mindig is igényes matematikai megoldásaival. Az üzleti világ mai szereplőinek is szükségük van olyan javított és kifejező eszközökre, amelyekkel megalapozott ítéletet hozhatnak a vállalat finanszírozási döntéseiben.

A fejlődési irányvonal jelenlegi szintjén nincs egyértelmű válasz arra, mi az adósságoptimum, és az hogyan határozható meg. Minden valószínűség szerint az elkövetkező években sem érik el a végcél az optimális idegentőkearány kérdésről szóló elméleti fejtegetésekben. Azt azonban nem szabad elfelejteni, hogy a tőkeköltség tételek a „Leverage Model” megtérülési és kockázati formulájával és a CAPM-mel értékes betekintést adnak a pótlólagos idegen tőkefelvétel költségmegtérülés-kockázat összefüggéseibe, és segítenek következtetéseket levonni a vállalati idegen- és részvénytőke arányát formáló tőkestruktúra-kialakítás gyakorlatában. Tény az, hogy a CAPM-ből nyerhető ismeretek képezik a mai előrelépések legtermékenyebb alapját. Eljárástechnikai szempontból egyre jobban terjednek a szimulációs modellek és más, modern matematikai eszközökkel támogatott tervezési modellek. Jelenleg a gyakorlati alkalmazásban az első helyet foglalja el a szimulációs és érzékenységi elemzés a kockázati mértékek megvilágításához. Itt nagy a jelentősége a beruhá-

A vállalati tőkefinanszírozás fejlődési fokai

	Tradicionalis irányzat	Menedzsment-orientált irányzat	Döntésorientált irányzat	Inter/multinacionális irányzat
• Eljárásmód	- deskriptív - külső optika - jogi szempont - nincsen elméletképzés	- szisztematizáló belső optika - menedzsment-orientált - vezetési esetek strukturálása	- analizáló-matematikai - belső optika - döntésorientált - kifejezetten elmélet-/modellképzés	- összefoglaló, integráló - külső és belső optika - vezetés-/döntésorientált - elméleti koncepciók kibővítése
• Lényeges részterületek	- Tőkeszerzés - Alapítás, átalakulás, felszámolás stb. - Pénzpiaci intézmények	- Pénzügyi tervezés és pénzügyi kontroll - Likviditásbiztosítás - Public Relations	- Optimális finanszírozási döntés - Finanszírozás elmélet (magyarázó/döntési modellek) - Kockázatelemzés	- Multinacionális pénzügyi menedzsment - Nemzetközi aspektusok (valuta, inflációs kamat, politika stb.) - Interdiszciplinális területkezelés
• A vállalati gazdaságtan jellege, módja	- Üzletágorientált	- Működés	- Döntésorientált	- Internacionizált, részben magatartástudomány
• Tipikus környezeti aspektusok	- Szabad vállalkozói tevékenység - Kevésbé fejlett tőkepiac - Kis- és közép vállalkozások	- Növekedés, az állami befolyás növekedése - Pénzpiaci kiépítés - Gesztoráló menedzserei vállalkozások növekedése	- Speciális piacgazdaság - Tökéletes/hatékony tőkepiac - A tulajdonlás és a tőkeműködtetése elválasztása	- Multinacionális konszernek, koncentrációk - Nemzetközi pénzpiacok kiépítése - Pénzügyi innovációk
• Tipikus irodalom	Dewing, A. S.: The Financial Policy of Corporations New York, 1920 Boemle, M.: Unternehmungs-finanzierung, Zürich, 1990 Hahn, O.: Finanzwirtschaft. München, 1975	Flink, S. J./Grünwald, D.: Managerial Finance, New York, 1969 Lutz, B.: Die finanzielle Führung der Unternehmung, Bern, 1976 Sandig, D.-Köhler R.: Finanzen und Finanzierung der Unternehmung. Stuttgart, 1979	Haley, Ch. W.-Schall, L. D.: The Theory of Financial Decisions, New York, 1979 Süchting, J.: Finanzmanagement. Wiesbaden, 1980 Schneider, D.: Investition und Finanzierung. Wiesbaden, 1989.	Lessard, D. R.: International Financial Management. Boston, 1979 Eiteman, D. K.-Stonehill, A. T.: Multinational Business Finance, 1979 Shapiro, A. C.: Multinational Financial Management. Boston, 1982
• Összefoglaló irodalom	Higgins, R. C.: Financial Management, Chicago, 1977 Weston, J. F.-Brigham, E. F.: Managerial Finance. Hinsdale, 1981 Hill, W.: Brevier der Unternehmensfinanzierung. Bern, 1971 Süchting, J.: Finanzmanagement, Wiesbaden, 1980 Perridon, L.-Steiner, M.: Finanzwirtschaft der Unternehmung. München, 1984			

A finanszírozásberuházási döntéshozatal kritikus pontjai és eszközei

SZEMPONTOK	Nagy-	Közép-	Kis-
	vállalat		
Keretfeltételek			
- Tőkeoldal (korlátlan/korlátozott tőkevolumen?)	•	•	•
- Világosan definiált célkritérium	•	•	•
- Szükséges a beruházásra és az osztalékra vonatkozó döntések összehangolása	•	*	*
- Ragaszkodás a nagyobb beruházásokhoz és azok módszereihez: nettó jelenérték, törlesztőfaktoros, megtérülési idő módszer	•	•	*
- Netó jelenérték módszer használata	•	•	*
- Kisberuházásokhoz világosan definiált kritérium	•	•	*
- Sorsolási eljárás az egymást kölcsönösen kizáró projektumokra	•	•	*
Tőkeköltség			
- Súlyozott átlagköltség használata	•	•	•
- Tőkeköltséget befolyásoló tényezők ismertetése	•	*	*
- Az aktuális kamatkomponens használata és rendszeres ellenőrzése	•	•	*
- A vállalati adórátá helyes és konzervens figyelembevétele	•	•	*
- Reális vállalatgazdasági alapadatok használata	•	•	•
Kockázatelemzés			
- A tőkeköltségben a tipikus kockázati elemek explicit figyelembevétele	•	•	*
- A különböző vállalati részterületek kockázatelemzése	•	*	
- Egy projektkockázat megítélése	•	•	*
- Diverzifikálható (nem szisztematikus) komponensek figyelembevétele	•	*	*
- A kockázati mértékek leírása	•	•	•
- A finanszírozási kockázat összehangolása a tőkeoddallal	•	•	•
- A különböző kockázati területek definíálása	•	*	
- Szórás-, illetve valószínűségszámítás	•	•	*
- Szimulációs modellek, érzékenységvizsgálat, döntési fa módszer (többlepcsős döntésekhez)	•	*	

• feltétlenül figyelembe kell venni

* lehetőség szerint kell figyelembe venni

záselemzés (projektszámítás) és a hosszú távú pénzügyi tervezés közötti kapcsolatnak. (Rugalmasan használható a Hoffmann-La Roche által kifejlesztett „Capital Investment Decision Analysis System“ (CIDAS) eljárás.)

* Roll, R.: A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests. Journal of Financial Economics, 4, évf. 1977. március 129–176. pp.

Mivel az elmélet mindig csak egy jobb elmélettel helyettesíthető, a közeljövőben az várható, hogy az elméleti erőfeszítések és fáradozások növelni fogják a gyakorlat nehézségeit, ugyanakkor a vállalati gyakorlat mind jobban igényli az elméletileg megalapozott ismereteket. A hatvanas években kidolgozott CAPM-t eredetileg a tőkepiacra fejlesztették ki, elvonatkoztatott keretfeltételek mellett, amelyeket a valós környezeti feltételekkel ütköztetve a hetvenes évek végén a modell empirikus tesztjeit élesen bírálták.* A CAPM-mel kapcs-

latos jelenlegi kutatások már elkezdtek a modell javítását korlátozott tőkepiaci viszonyok mellett, ám az alaposabb leírás a jövőben várható.

Az ebben az anyagban vázolt viszonyok egyaránt megilletik a nagy-, kis- és középvállalatokat. A szoftvercsomagok, a személyi számítógépek területén történő fejlesztések ellenére, amelybe – jó esetben – szisztematikus beruházásanalízis is tartozik, még túl sok megszokott, hagyományos eszközt használnak.

Az alábbiakban közlünk egy listát a finanszírozási-beruházási döntés eszköztárából.

Ami az elméleti kutatást illeti, arra érvényes, hogy a vállalatfinanszírozási ismereteket a jövőben valóság-hű gondolatokkal kell bővíteni. A vállalati tőkestruktúrát képező tőkekomponensek elmozdítása mögött általában beruházási folyamatok állnak. A beruházási és finanszírozási oldal között – a már említett összefüggéseken túlmenően – növekszik a tökéletlen tőkepiacok, az infláció

befolyásának figyelembevétele ugyanúgy, mint a vállalatmagatartási aspektusok.

Végül megemlítenénk egy olyan hiányzó láncszemet a vállalati tőkefinanszírozás területéről, amelynek kialakítása és leírása még várat magára. A különböző irányzatok tárgya a növekedésorientált vállalatok, illetve a növekedési perspektívát célul kitűző vállalati kör. Mind a négy említett irányzat finanszírozástechnikai eszköztára vagy csak kiegészítő feltételek mellett, vagy egyáltalán nem alkalmazható vállalati krízishelyzetben. Az angolszász közgazdasági irodalomban léteznek azok az elméleti és módszertani ajánlások, amelyek „válságmenedzsment” néven egyre inkább közismertek, viszont magának a vállalati válságnak, a leépülésnek hiányzik a finanszírozási és tőkeelméleti alapja. E hiányzó láncszem kidolgozása nemcsak elvileg kerül középpontba, hanem még inkább gyakorlati szempontból – gazdaságunkban is.