

KATONA KLÁRA

A VÁLLALATGAZDASÁGTAN
ALAPJAI

PÁZMÁNY PRESS

Katona Klára

A vállalatgazdaságtan alapjai

A PÁZMÁNY PÉTER KATOLIKUS EGYETEM
JOG- ÉS ÁLLAMTUDOMÁNYI KARÁNAK
TANKÖNYVEI

Sorozatszerkesztő: *Erdődy János*

KATONA KLÁRA

A VÁLLALATGAZDASÁGTAN ALAPJAI

2., javított kiadás

PÁZMÁNY PRESS

Budapest

2026

©Szerző, 2026
©PPKE JÁK, 2026

ISSN 2062-0837
ISBN 978-963-308-551-6

A kötet csak on-line változatban (pdf) jelent meg.

Kiadja:
a Pázmány Péter Katolikus Egyetem
Jog- és Államtudományi Kara,
Budapest, Szentkirályi u. 28–30. • www.jak.ppke.hu

Felelős kiadó: Dr. Komáromi László dékán

Tördelés, technikai szerkesztés:
Szakaliné Szeder Andrea

TARTALOM

Előszó	9
 I. fejezet : Hogyan fogjunk vállalat alapításhoz?	11
1. Jogi megközelítés	12
2. Közgazdasági megközelítés	14
 Kérdések, feladatok	20
 2. fejezet: A stratégia	21
1. Helyzetelemzés, környezetelemzés	26
2. Helyzetelemzés. Vállalati diagnosztika	29
3. Stratégiai pozíciók meghatározása	32
4. Stratégiai alternatívák kidolgozása	41
5. Vállalati stratégia végrehajtása és ellenőrzése	43
 Kérdések, feladatok	45
 3. fejezet : A marketing	47
1. Fogyasztói szükséglet feltérképezése	49
2. Termékpozicionálás	53
3. A marketingmix elemei	56
 Kérdések, feladatok	62

4. fejezet: Beruházást értékelő módszerek	63
1. Pénzügyi alapfogalmak	64
2. Beruházási döntési módszerek	69
Kérdések, feladatok	74
 5. fejezet: Finanszírozási módszerek.....	 77
1. Belső finanszírozás	78
2. Külső finanszírozás – saját tőke bevonása.....	78
3. Külső finanszírozás – idegen tőke bevonása	80
4. Finanszírozási alternatívák előnye és hátránya	81
Kérdések, feladatok	90
 6. fejezet: A Vállalati működés megszervezése, termelési tényezők, humánerőforrás-menedzsment	 93
1. A termelési tényezők kereslete	93
2. A termelési tényezők kínálata	95
3. Az emberi tényező menedzsmentje	99
4. Ösztönzés-menedzsment. Motivációs elméletek	105
Kérdések, feladatok	110
 7. fejezet: Termelésirányítás.....	 113
1. A fő gyártási folyamatok	114
2. Anyaggazdálkodás.....	115
3. A gyártási folyamatok kiegészítő tevékenységei	120
4. Gyártásszervezési eljárások.....	121
5. A reálfolyamatok és a termelési költségek.....	122
Kérdések, feladatok	123

8. fejezet: Likviditásmenedzsment	125
1. Finanszírozási stratégiák.....	126
2. Likviditásmenedzsment.....	128
3. Pénzgazdálkodás.....	130
4. Likviditási terv	133
5. Rövid távú finanszírozási lehetőségek.....	135
 Kérdések, feladatok	136
 9. fejezet: A vállalati teljesítmény pénzügyi elemzése	139
1. Jövedelmezőségi mutatók	142
2. Hatékonysági mutatók	146
3. Tőkeáttételi mutatók	150
4. Likviditási mutatók.....	152
5. Piaci mutatószámok	154
 Kérdések, feladatok	156
 10. fejezet: A jövedelem megosztása a tulajdonos, a hitelező és az állam között	159
1. Tulajdonos – osztalék.....	159
2. Hitelező – törlesztőrészlet és kamat	164
3. Államháztartás – adók.....	167
 Kérdések, feladatok	168

ELŐSZÓ

E könyv célja, hogy a vállalatgazdaságtan tudományának és a vállalati döntésekhez nélkülözhetetlen kontrolling ismereteknek egy olyan összefoglalóját adja, mely kellő alapot ad az olvasóknak ahhoz, hogy a vállalati működéssel összefüggő problémákkal a gyakorlati életben szembesülve közgazdaságilag is helyénvaló döntéseket hozzanak, és a szakértők által készített anyagokat értelmezni tudják.

Ennek megfelelően foglalkozni kívánok minden olyan lényeges területtel, mely a vállalatgazdaság és a kontrolling témakörébe tartozik: stratégia, marketing, vállalati pénzügyek, működésirányítás, humánerőforrás kezelése, illetve számviteli alapfogalmak, pénzügyi mutatók rendszere stb. Az egyes témák ismertetése a legfontosabb terminológiák értelmezését, az alapvető definíciók, állítások kifejtését, a tudományterületen való tájékozódás és gyakorlati alkalmazáshoz szükséges logikai keret átadását foglalja magába.

A könyv felépítése azt a folyamatot kívánja végigkövetni, amikor egy jó ötlet megvalósításának vállalati keretet kívánunk adni. Kezdve a vállalat megalapításán, a tervek kidolgozásán, folytatva a piaci, pénzügyi elemzésen és erőforrás meghatározásán át egészen a vállalati működés lebonyolításáig.

I. FEJEZET

HOGYAN FOGJUNK VÁLLALATALAPÍTÁSHOZ?

A vállalat alapítás gondolatának megszületése több okra is visszavezethető: a vagyonunk gyarapításának szándéka, a függetlenség és az önmegvalósítás iránti vágy, de a kényszer is indoka lehet annak, ha vállalkozásba kezdünk (elveszítettük állásunkat). Akármilyen legyen a háttérben, mindenképp egy jó ötletre van szükségünk ahhoz, hogy valami újba befogjunk, és annak megvalósítására vállalkozzunk.

Mi is a vállalkozás?

A **vállalkozás** a szó általános értelmében olyan célirányos tevékenységet jelent, amely erőfeszítést, erőforrásfelhasználást igényel, és amelynek eredményessége – a cél elérése – nem biztos, tehát a tevékenységnek kockázata van. (Ezeket az ismérveket megtaláljuk az olyan vállalkozásoknál, mint pl. a Mount Everest megmászása, vagy annak idején az ember Holdra szállása is.) Ha a vállalkozás célja és az elérését szolgáló eszközök gazdasági jellegűek, akkor gazdasági vállalkozásról beszélünk. Ezen belül az üzleti vállalkozás fogalmát a nyereség, jövedelem növelése (profitmaximalizálás) és a fogyasztói igények kielégítésének célrendszere alapján ragadhatjuk meg. A vállalkozásnak azonban lehet egy ún. kibővített célrendszere is, amely az említetteken túl számba veszi annak a társadalomnak is az érdekeit, amelyben a vállalat működik. Ebben az értelemben a vállalkozás a tulajdonos és a fogyasztó érdekein túl az egész társadalom, a közjó megteremtésére is törekszik.

A vállalkozás célja: tehát a vállalkozó nyeresége

- + fogyasztói szükségletkielégítés (piaci szemlélet),
 - + társadalmi hasznosság, közjó (vállalati társadalmi felelősségvállalás elmélete: VTF),
 - + az ember fejlődésének szolgálata (katolikus társadalmi tanítás: KKT)
- [Katona (2019)].

Olyan ötlettel kell tehát kirukkolnunk, amire a piacon van kereslet – fogyasztói szükségleteket elégít ki – és anyagi gyarapodásunkat is szolgálja, valamint a fenntartható fejlődésre, a társadalom javára, egyszóval a közjóra is tekintettel van.

Egy üzleti vállalkozás megindításához azonban szükséges, de nem elégséges feltétel a „nagy ötlet” kigondolása. További kritériumrendszernek kell megfelelnünk ahhoz, hogy működőképes vállalkozást hozzunk létre. Ezeket a **feltételeket** az alábbiakban határozhatjuk meg:

- *önállóság követelménye*: a vállalkozó maga hozza meg a céljainak megfelelő döntéseit természetesen a gazdasági körülmények mindenkori figyelembevételével,
- *növekedés követelménye*: a hosszútávú nyereségesség szem előtt tartásával, (ami egyben azt is jelenti, hogy vállalni képes a rövidtávú veszteségességet), a vállalkozó fejlődését biztosítani tudja,
- *kockázatvállalási képesség*: a vállalkozó rendelkezik megfelelő nagyságú saját tőkével, és azt kockáztatja tevékenysége folytatásakor,
- *piacképesség*: a vállalkozó tevékenységét valóságos piacon végzi

Általános megközelítésben az üzleti vállalkozás szervezeti kerete a **vállalat**. A vállalat fogalma ugyanakkor a jog és közgazdaság nyelvén különbözőképpen ragadható meg. Az alábbiakban a vállalat e két aspektusához kapcsolódó definíciókat veszem sorra.

1. Jogi megközelítés

Amint megszületik a vállalat megalapításának határozott szándéka, az első kérdés, amire választ kell adnunk, az, hogy milyen **jogi formában** kívánjuk álmunkat megvalósítani. Minden jogi formának mások az előnyei és mások a hátrányai, melyek a formához fűződő felelősség (kockázat), megkövetelt indulótőke, adózási (adómentességi) és támogatási lehetőségek, adminisztrációs bonyolultság stb. különbözőségeiből adódnak. Foglaljuk össze e formák legfontosabb jellegzetességeit két törvény alapján: 2009. CXV. törvény az egyéni vállalkozásokról és az egyéni cégről; valamint a 2013. V. Polgári törvénykönyv (PTK)

Egyéni vállalkozás: A vállalkozás egyetlen személy (természetes személy) tulajdonát képezi, aki vállalkozói igazolvánnyal rendelkezik és személyes közreműködéssel járul hozzá a vállalkozási tevékenység és a cél megvalósításához. A vállalkozás bevétele és a vállalkozó bevétele megegyezik, ezért a vállalkozás adózott jövedelme a vállalkozó személyes vagyonát

gyarapítja. Ebből következően az egyéni vállalkozó a vállalkozás sikeréért és esetleges kudarcaiért korlátlanul felel.

Egyéni cég: Az egyéni vállalkozói nyilvántartásban szereplő természetes személy által alapított, jogi személyiséggel nem rendelkező vállalkozási forma, amely a cégnyilvántartásba való bejegyzéssel jön létre. Az egyéni vállalkozáshoz képest a legfontosabb különbség a cégszerű működés. Kötelezettségei teljesítéséért korlátlan vagy korlátozott mögöttes felelősséget vállalhat, amit az alapító okiratnak tartalmaznia kell.

Gazdasági társaságok:

- *Közkereseti társaság (Kkt.):* A társaság tagjai – természetes vagy jogi személyek – korlátlan és egyetemleges felelősség mellett közös gazdasági tevékenységet folytatnak és az ehhez szükséges vagyont a társaság rendelkezésére bocsátják.
- *Betéti társaság (Bt.):* A közkereseti társaságtól abban tér el, hogy a tagok közül legalább egy tag (beltag) felelőssége korlátlan és egyetemleges a társaság kötelezettségeiért, míg legalább egy tag (kültag) felelőssége vagyoni betétje mértékére korlátozódik.
- *Korlátozott felelősségű társaság (Kft.):* Előre meghatározott összegű törzsbetétekből álló törzstőkével létrejövő gazdasági társaság. A tagok, betétesek felelőssége törzsbetétjük szolgáltatására, illetve egyéb vagyoni hozzájárulásukra korlátozódik. A társaság kötelezettségeiért a tag saját vagyonával nem felel. Jogi személy, melynek – tagjai vagyonától – elkülönült vagyona van.
- *Részvénytársaság (Rt):* Előre meghatározott összegű és névértékű részvényekből álló alaptőkével alakuló gazdasági társaság. A tagok (részvényesek) felelőssége a részvény névértékének szolgáltatására terjed ki.

Vállalatcsoport: Az elismert vállalatcsoport az összevont, konszolidált éves beszámoló készítésére kötelezett együttműködés, amely olyan egységes üzletpolitikán alapul, amelyet minimum egy uralkodó tag és legalább három, az uralkodó tag által ellenőrzött tag határoz meg, a közöttük létrejött uralmi szerződésben. Tagként a vállalatcsoportban részvénytársaság, korlátozott felelősségű társaság, egyesülés vagy szövetkezet vehet részt.

Egyesülés: Csak jogi személyiségek hozhatják létre saját gazdálkodásuk eredményességének előmozdítására, szakmai érdekeik képviselésére. Nem jön létre vagyonegyesítés, a tagok vagyoni hozzájárulást nem kötelesek teljesíteni.

Szövetkezet: A tagok - alapvetően természetes személyek - önkéntes társulása alapján létrejövő gazdálkodó szervezet, mely a tagok személyes közreműködésével és vagyoni hozzájárulásával önkormányzati formában folytat vállalkozási tevékenységet.

A piaci viszonyok, a megcélzott piac mérete meghatározó szerepet játszanak a létrejövő vállalat ideális nagyságának kialakításában. A vállalkozási forma megválasztásánál a vállalati méret, a tevékenység jellege, volumene mellette a tulajdonosi magatartás is szerepet játszik. Azok a tulajdonosok, akik csak munkajövedelemre kívánnak szert tenni, közkereseti vagy betéti társaságot hoznak létre. Ugyanezek a motivációs tényezők befolyásolják a szövetkezetet alapítókat. A korlátolt felelősségű társaságok, de főleg a részvénytársaságok esetében azonban a megélhetés biztosítása másodlagos fontosságúvá válik a tőkehozadékhhoz kapcsolódó érdekeltség mellett.

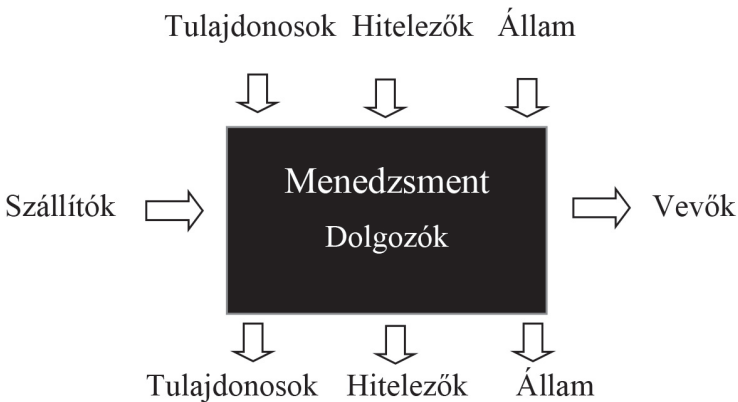
Ahhoz, hogy a legjobb döntést hozzassuk a jogi forma kiválasztásakor további jogszabályok szakértő áttanulmányozására is szükségünk van:

- 1996. évi LXXXI. törvény a társasági adóról és az osztalékadóról
- 1995. évi CXVII. törvény a személyi jövedelemadóról
- 1992. évi LXXIV. törvény az általános forgalmi adóról
- 2022. évi XIII. törvény a kisadózó vállalkozók tételes adójáról
- 2012. évi CXLVII. törvény a kisadózó vállalkozások tételes adójáról és a kisvállalati adóról
- 2000. évi C. törvény a számvitelről

2. Közgazdasági megközelítés

Ha valamit a közgazdaságtan oldaláról kívánunk megvizsgálni, akkor a legfontosabb kérdés, amit fel kell tennünk, az, hogy megéri-e az, amit csinálunk. A vállalat jogi kerete és közgazdasági értelmezése e felfogás szerint nem mindig esik egybe. Különösen a XX. század során alakultak ki olyan szervezeti formák, melyek a klasszikus vállalati értelmezés kereteit szétfeszítették. Az alábbi ábra segítségével kívánom szemléltetni a különböző vállalatelméletek és –felfogások legfontosabb téziseit.

1. ábra: A vállalati koalíció tagjai



Forrás: saját szerkesztés

Az ábra közepén lévő négyszög, doboz, jelképezi a vállalat jogi keretét. Ezen belül helyezkednek el a vállalat alkalmazottai (vezetők és dolgozók), a dobozba irányuló és onnan kifelé mutató nyilak pedig a vállalatot körülvevő piaci szereplők viszonyát tükrözik a vállalathoz. A dobozon belül és kívül elhelyezkedő szereplőket, más szóval a vállalati működés érintettjeinek, érdekhordozóknak nevezzük, akik egyfajta koalíciót alkotnak [Freeman (1984)].

Mi jellemzi e **koalíció** tagjait?

A *tulajdonos* elsődleges érdeke a befektetett tőkére jutó profit maximalizálása. Minimum annyi profitot akar elérni, mint a tőkehasználdozat (ld. a 4. fejezetet). Ez a hozam számára azonban nem elegendő, hiszen ez esetben nincs értelme a pénz reálfolyamatokba történő befektetésének. A tulajdonos végső célja a vállalat értékének növekedése. Ebben a törekvésében végső soron a vállalatvezetés és az alkalmazotti gárda is támogatja, érdekeik azonban sok tekintetben elválnak egymástól.

A *hitelező* abban érdekelt, hogy a vállalat kamatfizetési kötelezettségének és a hiteltörlesztésének időben és a szerződésben meghatározott összegben tegyen eleget. A vállalat ezeknek a kötelezettségeknek akkor tud eleget tenni, ha beruházásának pénzáramlásai fedezetet nyújtanak tartozásai kiegyenlítésére.

A *menedzser* saját érdekei – a sikerélmény, a nagyobb jövedelem, a presztízs stb. – által vezérelve, de lényegében a tulajdonos céljait váltja valóra. A tulajdonos és a menedzser hosszú távú céljai – a profit maximalizálása – egybeesnek, de rövid távon a *hogyan* kérdésében lehet közöttük érdekkonfliktus.

A *munkavállaló* érdekei sem térnek el alapvetően a tulajdonosétól, hiszen egy jól prosperáló, nyereséget termelő vállalat jobban ki tudja elégíteni a dolgozói igényeket, mint egy nehézségekkel küszködő vállalkozás. Mégis azt kell mondanunk, hogy a munkavállaló céljai azonosulnak leglazábban a tulajdonosi vagy akár a menedzseri érdekekkel. A munkavállaló ugyanis keresete növekedésében, munkakörülményei és szociális ellátottsága javulásában látja elvárásai megvalósulását. Ezek a költségtényezők azonban csökkentik a profit nagyságát, ami sérti a tulajdonosok közvetlen anyagi érdekeit.

A *piaci partnerek* a vállalatot a piac azon szegmensének tekintik, ahol a működésükhöz szükséges, illetve az abból eredő anyagi és szellemi javakat beszerezhetik, illetve realizálhatják. Elsődleges érdekük tehát, hogy a vállalat biztonságosan működjék, fizetőképességét megőrizze.

Az állami költségvetés a jövedelem-elvonás, illetve a támogatások, szubvenciók formájában direkt módon kapcsolódik a vállalathoz, érdeke tehát a vállalat bevétel-, illetve nyereségnövekedéséhez fűződik. Ugyanakkor indirekt módon, a gazdaságpolitika alapvető célkitűzései (a foglalkoztatottság biztosítása, a GDP növekedése, a külkereskedelmi egyensúly fenntartása stb.) révén is érdekelt abban, hogy a vállalatok jól működjenek.

Összegezve tehát, a vállalati koalíció minden tagja egyformán érdekelt a vállalat értékének növekedésében.

A tulajdonosok, a menedzserek, a munkavállalók között ennek ellenére meglévő érdekellentétek, ha teljesen nem is szüntethetők meg, de csökkenthetők például azáltal, ha

- a menedzserek, a munkavállalók tulajdonosokká válnak,
- növekszik az egyének önállósága és felelőssége,
- a vezetés és a munkavállalók között megvan a bizalom.

A közismert **vállalatelméletek** a vállalati koalíció tagjainak egymáshoz való viszonyát (tulajdonos-menedzsment), az érintettek és a jogi keret határát (ki van benn, és ki van kinn), illetve ezek érdekviszonyait ítélik meg különbözőképpen.

Neoklasszikus mikroökonómiai felfogás: Ebben a hagyományos megközelítésben a jogi és közgazdasági értelmezése a vállalatnak még nem válik el egymástól, a vállalat egy jogi egységként értelmezhető. A vállalat „fekete dobozként” viszonyul a piaci szereplőkhöz, a menedzsment és a tulajdonos között nincs érdekellentét, mindkét érintett azonosul a vállalat érdekeivel [Chikán (2023)].

Magatartásméleti felfogás: A vállalat e meghatározása Herbert Simon (1955) nevéhez fűződik. Nézete szerint a vállalat nem jogi keretével,

hanem a szervezetéhez érdekviszonyaik alapján fűződő koalícióval, az érintettek összességével azonos. A vállalatnak, mint egésznek nincsen saját célja, csak a benne résztvevő, vele kapcsolatban álló érintetteknek, egyenként. Az elmélet középpontjába a szervezet helyett az ember kerül, mely korlátozott racionalitásával és szerteágazó érdekviszonyaival az optimális működésnek csak egy alacsonyabb fokát képes elérni.

Megbízó-ügynök felfogás: Az elmélet annak a problémának a megoldására tesz kísérletet, ami a tulajdonos (mint megbízó) és a vállalati vezetés (mint ügynök) elkülönüléséből fakad. A vállalatot a menedzser irányítja, az ő birtokában vannak az információk, melyeket ő ad tovább a tulajdonosnak. Ugyanakkor a tulajdonosé a vállalkozás nyeresége. E két koalíciós tag értelemszerűen nem mindig áll azonos platformon a vállalat jövője tekintetében. A köztük lévő érdekkonfliktus feloldása azonban nemcsak az egyes szereplők, hanem a vállalat egészének is hosszútávú érdeke. A vállalatvezetés érdekeltségének megteremtése azonban költségekkel jár [Jensen–Meckling (1976)].

Institucionalista vállalatfelfogás: Coase 1937-es cikkében mutat rá, hogy a vállalati működés költségei nemcsak a szervezeten belüli termelési költségekre korlátozódnak, hanem a piaci környezettel való kapcsolat-tartás is költségekkel jár, melyeket tranzakciós költségeknek nevezünk. A tranzakciós költségek részint a szerződés-kötés, megállapodásra jutás költségeiből, részint az információk megszerzésének költségeiből fakadnak. A vállalat kerete – ebben a megközelítésben – addig terjed, míg a szervezeten belüli tevékenység költségei nem haladják meg a tranzakciókból származó költségeket.

A vállalat közgazdasági megközelítése nemcsak a fogalmak, definíciók szintjén ragadható meg, hanem a **vállalati méret, a felhasznált termelési tényezők, gazdasági ágak, a tevékenység fajtája, és más, gazdaságilag meghatározó jellemzők** alapján. E felosztás számbavételének azért van jelentősége, mert a különböző vállalati formák különböző adózási, támogatási szempontok alá esnek, melyek alapvetően meghatározhatják a vállalat további sorsát.

A vállalkozási formák gazdasági tevékenység szerinti csoportosítása:

- *Termelési tevékenységet folytató vállalkozás:* A tevékenység célja új használati javak előállítása vagy a meglévő javak használati értékének növelése.

- *Szolgáltatási tevékenységet folytató vállalkozás:* A tevékenység célja termelő vagy nem termelő fogyasztói szükségletek kielégítése oly módon, amely nem minősül termelésnek.

A felhasznált *termelési tényezők arányától* függően, a **domináns tényezőknek** megfelelően szokás

- anyagintenzív (pl. élelmiszeripar),
- munkaintenzív (pl. takarítóvállalkozás),
- tőkeintenzív (pl. telefonhálózat), vagy akár
- tudásintenzív (pl. szoftvergyártás, szakértői szolgáltatás)

vállalkozásról beszélni.

A vállalkozások megkülönböztethetők a **gazdasági ágazatok** szerint is, továbbá az egyes ágazatokon belül további alcsoportok is képezhetők. Az egyes csoportok, illetve alcsoportok más és más társadalmi szükségletet elégítenek ki.

A vállalkozások **létszám szerinti csoportosítására** is érdemes figyelmet fordítani. E szerint megkülönböztethetők

- a mikrovállalkozások 1-10 fővel,
- a kisvállalkozások 11-50 fővel,
- a középvállalkozások 51-250 fővel,
- és a nagyvállalkozások 250 fő feletti létszámmal.

A fejlett piacgazdaságokban a kis- és középvállalkozások száma nagy, és szerepük, gazdasági jelentőségük növekszik. Az összes vállalkozás számát tekintve arányuk meghaladhatja a 90%-ot is, s noha az általuk előállított termelési érték messze elmarad a nagyvállalkozások mögött, a nagyvállalkozásokkal kialakított kooperációs, beszállítói kapcsolataik révén gazdasági jelentőségük ennél sokkal nagyobb. Az általában részvénytársasági formában működő nagyvállalkozások (pl. autógyárak) körül alkatrészek és részegységek beszállítóiként a kis- és középvállalkozások, az u.n. bolygóvállalatok gyakran egymásra is épülő szövetvényes rendszere épül ki. Az ilyen beszállítói kapcsolatok a kisvállalkozások számára biztos és stabil megrendeléseket garantálnak, nem ritkán gyártási dokumentációk, gyártási eljárások (technológiák), fejlesztési eredmények és berendezések átadására is sor kerülhet. A beszállító a nagy gazdasági társaság által garantált és ezért kedvező hitelfelvételi lehetőségekhez juthat, viszont az ilyen kapcsolatok előfeltétele a pontos, semmiféle fennakadást nem tűrő, és magas minőségi követelményeknek megfelelő szállítás. A részvénytársaság a kisvállalkozások rendszerére támaszkodva integrálni képes saját tevékenységébe a kisvállalkozások tőkéjét és egyszerűbbé, áttekinthetőbbé teheti saját tevékenységét. A

kisvállalkozások szerepe jelentős az innováció, vagyis az új ismeretek gazdasági hasznosítása, új termékek és gyártási eljárások kidolgozása terén is.

A franchise a kereskedelem területén a kis- és középvállalkozásokat a nagyvállalkozásokkal összekapcsoló szerződéses forma. Ilyenkor az átadó (rendszergazda) az átvevő kisvállalkozás számára teljes értékesítési rendszert ad át ellenérték fejében. Az értékesítési rendszer a bevezetett márkanevet, árumárkát, marketingmódszereket foglal magában, és a szerződés azok kizárólagos használatát biztosítja adott területeken. A szerződésben gyakran a rendszergazda az alkalmazottak ki- és továbbképzését is vállalja. (pl. McDonald's hálózat). A franchise az átadó számára tőkekímélő terjeszkedési lehetőséget biztosít az átvevő tőkéjének bevonásával, az átvevő pedig kedvező piaci lehetőséghez jut azzal, hogy egy bevezetett és elismert hálózat részévé válik. E kapcsolatban is kiemelt jelentőségű a minőség biztosítása, az átvevőnek gyakran kötelezettséget kell vállalnia arra, hogy az árukat meghatározott forrásból szerzi be és az árakra vonatkozóan is megkötésekkel kell szembenéznie. Az önállóság ilyen korlátozását azonban az üzletmenet biztonsága, kockázatának csökkenése ellensúlyozza.

A jogi és közgazdasági megközelítések számbavétele után térjünk vissza a létrehozandó vállalkozáshoz. A profitszerzés érdekében tehát a vállalkozó céget alapít. A vállalkozás a cégbejegyzéssel kezdheti meg működését. A cég jogi fogalom, a bejegyzéssel önálló jogi személy jön létre.

Az új vállalkozást csak azokon a piacokon érdemes életre hívni, ahol a kielégítetlen kereslet nyereséges működésre teremt lehetőséget. A profitmaximalizáló törekvés állandóságával magyarázható a vállalkozások születése és megszűnése, a vállalati életciklus. A további teendők megkezdése előtt érdemes áttekintenünk a vállalat lehetséges jövőjét, annak szakaszait és a legfontosabb teendőket.

A vállalat életciklusa több szakaszra osztható. Minden szakaszban különböző vállalati stratégiák jellemzik a vállalat irányítását. Az *I. szakaszban* születik meg a vállalat, ekkor legfontosabb feladata a piaci behatolás, önmaga megismertetése és elfogadtatása a piac új szereplőjeként. A *II. szakaszban* a vállalat növekedésnek indul, stratégiája a horizontális és vertikális integráció irányába mozdul el. A *III. szakaszban* eléri piaci részesedése maximumát, szervezetét és tevékenységét a fejlettség és az érettség állapota jellemzi. Ebben a szakaszban kezd rokon vagy eltérő termékeken alapuló diverzifikációba. A *IV. szakaszra* a hanyatlás, ezzel összefüggésben pedig a profitra irányuló stratégia visszafejlesztése a jellemző. Az *V. szakasz* a vállalat megszűnésének, a felszámolásnak, végelszámolásnak az időszaka.

Kérdések, feladatok

1. Határozza meg a vállalkozás és az üzleti vállalkozás fogalmát!
2. Mit jelent az üzleti vállalkozás kibővített célrendszere?
3. Melyek a vállalkozás alapításának feltételei?
4. Sorolja fel a vállalat jogi formáit! Mi jellemzi őket?
5. Milyen tényezők befolyásolják egy vállalkozás, vállalkozási forma létrejöttét?
6. Mi az a vállalati koalíció és kik a tagjai?
7. Sorolja fel a koalíció tagjainak érdekeit! Hogyan szüntethetők meg az esetleges érdeellentétek a koalíción belül?
8. A vállalat fogalmának milyen vállalatelméleti megközelítéseit ismeri?
9. Csoportosítsa és jellemezze a vállalatokat tulajdonosi forma szerint!
10. Csoportosítsa és jellemezze a vállalatokat tevékenységi forma szerint!
11. Csoportosítsa és jellemezze a vállalatokat a termelési tényezők arányától függően!
12. Csoportosítsa és jellemezze a vállalatokat a foglalkoztatottak létszáma szerint!
13. Jellemezze a vállalati életciklusok szakaszait!

Felhasznált irodalom

- Chikán A.: *Vállalatgazdaságtan*. Budapest, Akadémia Kiadó, 2023. 673.
- R. Coase: The Nature of the Firm. *Economica*, Vol. 4., Iss. 16. (November 1937) 386–405.
- R. E. Freeman: *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston, Pitman, 1984. 276.
- M.C. Jensen – W. H. Meckling: Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3., Iss. 4., (October 1976) 305–360.
- Katona K.: A vállalati társadalmi felelősségvállalás kritikája a katolikus egyház társadalmi tanításának tükrében. *Iustum Aequum Salutare*, 2019/4. 23–46.
- H. A. Simon: A Behavioral Model of Rational Choice. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 69. (1955) 99–118. <https://doi.org/10.2307/1884852>

2. FEJEZET A STRATÉGIA

A kiindulópontunk egy reményteljes ötlet megszületésének és megvalósításának problémaköre volt. A létrehívott cég, vállalat ezen ötlet kiteljesítését szolgálja, mely minden vállalat általános céljával kell, hogy összekapcsolódjon, ami nem más, mint a fogyasztók igényeinek kielégítésén keresztül realizálódó maximális profit, kiegészülve a társadalom egészének, a közjónak a szolgálatával.

Az alapötlet és a vállalkozói szándék összefonódása határozza meg a vállalati **misszió** fogalmát, vagyis azt a nyereségnövelésen túlmutató sajátos küldetést, ami igazolja a vállalat létjogosultságát a piacon, valamint specifikusan azt is meghatározza, milyen fogyasztói kört, milyen tevékenységek elvégzésén keresztül, milyen szervezeti keretek között, milyen formában kívánja a vállalat kielégíteni. A missziót beteljesítő, kívánatos jövőbeni állapot, a vállalati szándék, egy szóval a vállalati **vízió** megfogalmazása a tervezési folyamat első lépcsője. A vízió megvalósulásának egyes állomásait, azok időbeni szakaszait vállalati **céloknak** nevezzük. A vállalat céljai sajátos hierarchiát alkotnak, mely a vállalatpolitikától (irányvonal) a konkrét célokon keresztül a vezetés személyes céljait (önmegvalósítás, karrier, egzisztenciális motivációk stb.) is magába foglalja. A célok jellegük szerint is csoportosíthatók:

- Állapotjellegű célok: technikai, gazdasági mutatók által meghatározott teljesítmények elérése, mint a piaci részesedés, nyereségnövekedés, értékesítési volumen stb.
- Folyamatjellegű célok: akciók megvalósítása

A célok megfogalmazása a vállalkozó kreativitásának és innovációra való hajlamának függvénye, elsősorban nem szaktudást igénylő tevékenység.

A misszió, a vízió és a célok összefogása, a követendő út kijelölése együttesen képezik a **stratégiaalkotás** folyamatát. Megkülönböztetjük a stratégiai tervezés és a stratégiai menedzsment szerinti értelmezéseket [Balaton et al. (2017)].

A *stratégiai tervezés* fogalmát több szerző többféle módon ragadta meg. A tervezés fontosabb jellemzőit az alábbiakban foglalom össze:

- a jövőről való gondoskodás, a jövő irányítása;
- a környezethez való alkalmazkodás eszköze;
- az integrált döntéshozatal folyamata;
- formalizált eljárás, melynek input és várható output adatai pontosan meghatározhatóak.

A stratégiai tervezés lehet formális és informális. Mindenképpen törekedni kell azonban arra, hogy a túlszabályozás, illetve a túlrészletezettség ne váljon a végrehajtás akadályává, megmaradjon a rugalmasság, és a változtatás lehetősége.

A *stratégiai menedzsment* egy komplexebb megközelítése a stratégia kérdéskörének. A stratégiai menedzsment definíciójának a stratégiai tervezéstől való eltérését az alábbi fogalmak írják le:

- rendszerszemléletű probléma-megközelítés;
- nemcsak tervezők, hanem a teljes felső vezetés felelősségi körébe vonja a stratégiaalkotás folyamatát;
- a vezetés, szervezés, irányítás, végrehajtás és ellenőrzés funkcióit is magában foglalja;
- kevésbé formalizált.
- az intuíció szerepének felértékelődése

A stratégia kialakításakor az ún. kiegyensúlyozott mutatószámrendszer (angolul: *Balanced Scorecard*) lehet a segítségünkre, amely a vállalati működés négy különböző szempontrendszerét együttesen veszi figyelembe [Kaplan–Norton (1996)]. Ez a négy terület és a figyelembeveendő szempontok az alábbiak.

2. ábra: A kiegyensúlyozott mutatószámrendszer (*Balanced Scorecard*) szempontjai



Forrás:
Kaplan–Norton
(1996)

A **stratégiaalkotás folyamatát** pedig az alábbi ábra érzékelteti:

3. ábra: A stratégiaalkotás folyamata



Forrás: saját szerkesztés

A stratégiaalkotás fókuszában a **stratégiai döntések** meghozatala áll. Ezek a legnagyobb horderejű döntések általában visszafordíthatatlan hatással bírnak a vállalat jövőjére, és csak hosszú évtizedek múltán derül ki, hogy a helyes utat jártunk-e be vagy sem. Ugyanakkor éppen ezek a döntések azok, melyek a legkevésbé előkészítettek és – rajtunk kívül álló okokból kifolyólag – a legkevésbé megalapozottak.

Milyen nehézségekkel kell szembenéznie a döntéshozónak?

- Információhiány: az időtényező növekedésével az előre jelezhetőség egyre jobban csökken, egyre kevesebb információ áll rendelkezésre.
- Információ megbízhatatlansága: ha van is forrásunk, ahonnan tájékozódhatunk, nehéz bizonyítani annak hitelességét. Könnyen előfordulhat, hogy torz vagy teljesen hamis hírekhez jutunk
- Redundáns célok, többszereplős döntések: több döntéshozó és még több érdekcsoport elvárásai között kellene a konszenzust megtalálni, míg a döntési modellek általában egyetlen cél szerint tudnak hatékonyan működni.
- Döntési környezet változékonysága: ennek kezelésére többféle forgatókönyvet is ki kellene dolgoznunk, hogy semmilyen előálló helyzetben se fenekeljen meg a megvalósítás folyamata.
- Intuíció jelentősége: ha a matematikai modellek már nem segítenek, akkor egyedül a vállalkozó leleményességére és személyes tapasztalataira támaszkodva kell meghozni a stratégiai döntést [Simon (1955)].

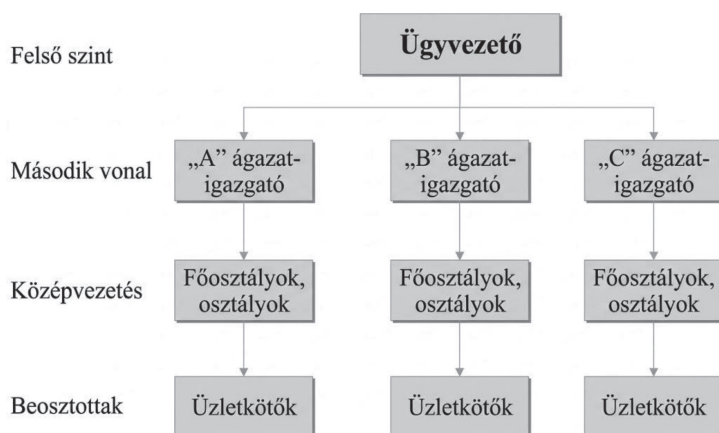
A stratégiaalkotás szintjeit különböző szempontok szerint határozhatjuk meg:

- szervezeti egység,
- időtáv és hatókör.

Szervezeti egység szerint a stratégia szintjeinek számát a szervezet összetettsége határozza meg. A szervezeti felépítést az alkalmazott munkamegosztási elvek száma alapján egydimenziójú, illetve többdimenziójú csoportokba soroljuk. Egydimenziós szervezetek, vagyis egy munkamegosztási elv alapján működnek a lineáris, a funkcionális, és a divizionális szervezetek. A többdimenziós (mátrix) szervezetek több munkamegosztási elv alapján jönnek létre. Lehetnek termékelvű (viszonylag állandó) vagy projekt mátrixok [Dobák (1997)].

A szervezeti formákat a következő ábrák szemléltetik.

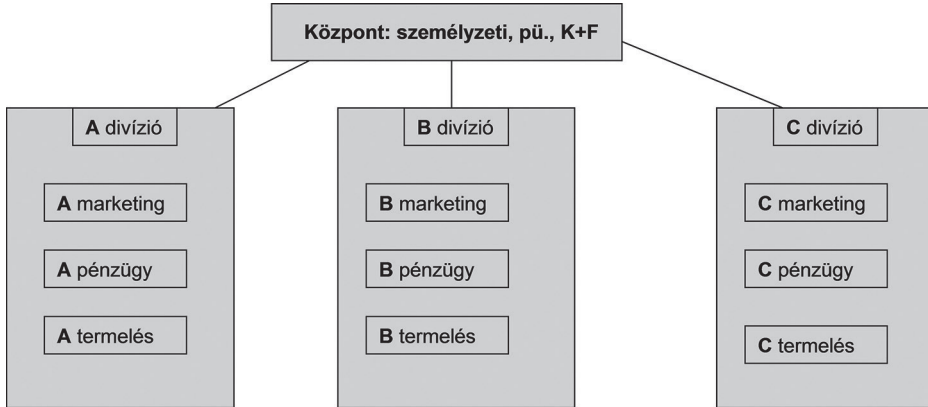
4. ábra: Lineáris szervezet



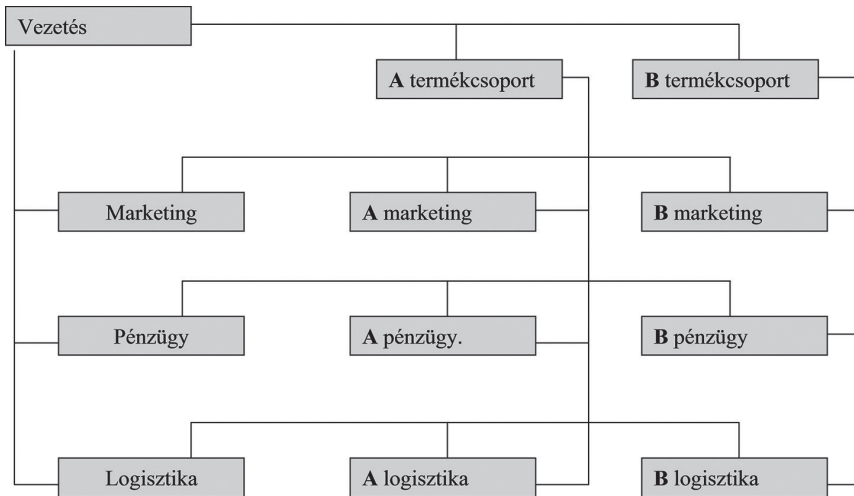
5. ábra: Funkcionális szervezet



6. ábra: Divízionális szervezet



7. ábra: Mátrix szervezet



- a vállalati szint: a stratégia a fent tárgyaltakkal azonos
- divízionális szint: csak abban az esetben szükséges ez a megbontás, ha több üzletágban is tevékenykedik a cég
- divízión belüli funkcionális szint: ide tartoznak a marketing, a pénzügyi, a termelési, a humán erőforrásra stb. vonatkozó tervek

Időtáv és hatókör szerinti szintek:

- hosszútávú stratégiai szint,
- középtávú taktikai szint,
- rövidtávú operatív szint.

A konkrét cselekvéssorozat megismerése érdekében részletesen vegyük végig, hogy a stratégiaalkotás folyamatának egyes szakaszaiban milyen teendők elvégzése nélkülözhetetlen.

1. Helyzetelemzés, környezetelemzés

Mit tekinthetünk a vállalat környezetének? Mindazon tényezők, folyamatok, események összességét, melyek kihatással bírnak a vállalat működésére, illetve a vállalatot meghatározó mutatók alakulására. A vállalati szervezet minden szint-jét sajátos környezet jellemez, ezért az üzletágak, a divíziók és a teljes vállalat szintjén is értelmezendő ez a fogalom.

A vállalati környezet rendkívül komplex jelenség. Hussey [1983] szerint az alábbi szegmensekre bontható:

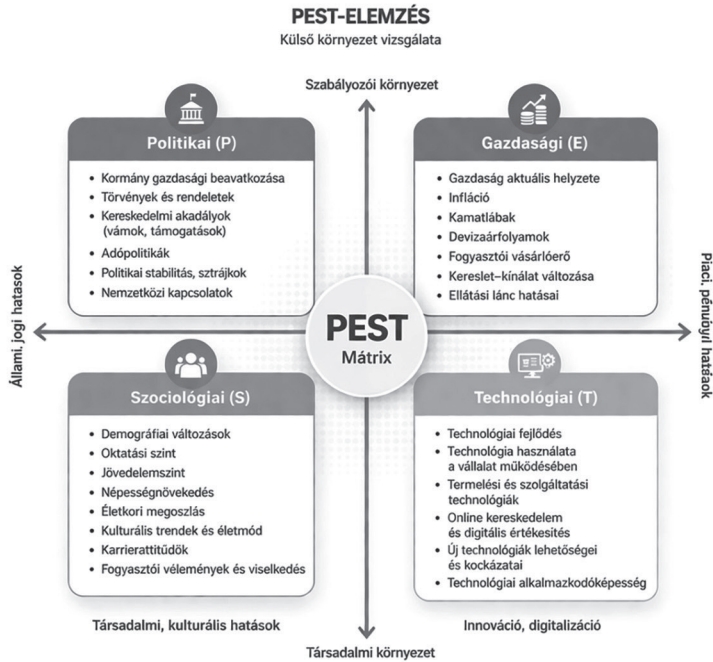
- ökológiai környezet,
- jogi környezet,
- technológiai környezet,
- gazdasági környezet,
- szociológiai környezet,
- demográfiai környezet.

Ezeket a területeket foglalja össze az ún. **PEST elemzés**. A mozaikszó betűi az egyes vizsgálandó környezeti elemekre utalnak angolul (*political*: politikai, *economic*: gazdasági, *social*: társadalmi, *technological*: technológiai).

E különböző szegmensek egymással szoros kölcsönhatásban állnak, és nemcsak a vállalat működésére, hanem egymásra is befolyással bírnak. A környezetet alkotó elemek folytonos változáson mennek át, csak dinamizmusukban értelmezhetők.

A vállalkozó – bármilyen döntés meghozatala előtt is álljon – nem kerülheti meg a környezeti elemek mélyreható vizsgálatát. Tudnia kell, hogy milyen lehetőségeket aknázhat ki, és milyen fenyegetésekkel kell megküzdenie. Az elemzés célja éppen a lehetőségek kiaknázására, illetve a fenyegetések elkerülésére vonatkozó stratégiai terv megfogalmazása.

8. ábra: PEST elemzés egyes területeinek vizsgálándó elemei:

**Útmutató kérdések:**

- Milyen változások történtek a külső környezetben?
- Hogyan érinthetik ezek a változások a vállalatot (fejlesztik vagy hátráltatják)?
- Mely tényezők jelentenek rövid és melyek hosszú távú hatást?
- Milyen lehetőségekre és fenyegetésekre kell figyelni?

Forrás: MI szerkesztés

Lehetőségnek tekinthetünk minden olyan környezeti jelenséget, mely a vállalat értékének növelésére, fogyasztói magasabb szintű kielégítésére nyújt esélyt:

- általános gazdasági konjunktúra,
- piac bővülése, új piaci szegmensek,
- vertikális vagy horizontális integráció,
- versenytársak pozícióvesztése,
- új stratégiai szövetséges felbukkanása stb.

Fenyegetésnek éppen a fenti definíció ellenkezőjét tekinthetjük. tehát minden olyan környezeti hatás fenyegetésnek minősül, ami negatívan befolyásolja a vállalati érték, profitabilitás alakulását és csökkenti a fogyasztói megelégedettséget:

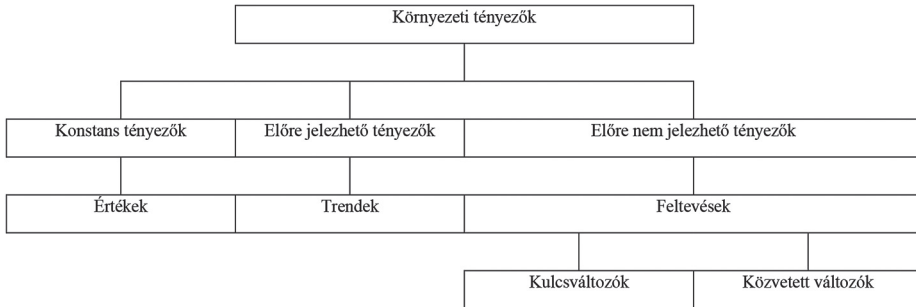
- általános recesszió,
- kedvezőtlen demográfiai változások,
- piac beszűkülése,
- versenytársak megerősödése, új versenytársak,
- kedvezőtlen adózási, jogalkotási változások.

(A lehetőségek és fenyegetések számbavétele az ún. **SWOT** {erősségek [*strengths*] – gyengeségek [*weaknesses*] – lehetőségek [*opportunities*] – fenyegetések [*threats*]} elemzési módszer részét képezik, melyről a későbbiekben még szó lesz.)

Mivel a stratégiai tervezés mindig a jövőre koncentrál, nem állhatunk meg egyszerűen a környezeti hatások feltérképezésénél, illetve elemzésénél. Arra vagyunk elsősorban kíváncsiak, hogy az elkövetkezendőkben milyen vállalati környezetre kell számítanunk. A környezeti előrejelzésnek többféle módja is van, statisztikai, matematikai módszerek és modellek is rendelkezésünkre állnak. Annak függvényében, hogy milyen aktívan veszünk részt a környezetünk alakításában, a jövő alakulására vonatkozóan milyen elvárásaink vannak, háromféle megközelítést különböztetünk meg: **a passzív, az adaptív és a voluntarista megközelítést.** A passzivizmus egyfajta vallási fatalizmussal tekint a jövőbe, számára a környezet alakulása kivédhetetlen, „eleve elrendelt”. Az adaptív szemléletmód már a környezeti akadályok leküzdésére, a korlátok közötti fennmaradás különböző eszközeire koncentrál, vagyis alkalmazkodik a környezet kihívásaihoz. A voluntarista még tovább megy, nem várja meg a környezeti változások eredményét, hanem maga is aktívan részt vesz a környezet alakításában. Felméri cselekvési terét és koncepciókat állít fel az alternatív környezeti változások kezelésére. A jövőbeni környezeti változásokra való felkészülés leghatékonyabb módja tehát az, ha kész forgatókönyvekkel rendelkezünk akár optimista, akár pesszimista előrejelzéseink váljanak valóra.

A forgatókönyvek megírásának logikai menetét az alábbi ábra érzékelteti.

9. ábra: Lehetőséges forgatókönyvek



A forgatókönyvek (szcenáriók) elkészítése első lépésben elemzési, megismerési folyamatot igényel, mely lehetővé teszi a jövőre vonatkozó alternatívák és cselekvési sorozatok megtervezését.

A környezet változására ható tényezőket –amint a fenti ábrából is kiolvasható – az előrejelzés pontosságát szempontjából három csoportra oszthatjuk. A **konstans tényezők**, olyan környezeti hatásokat jeleznek, melyek viszonylag hosszútávon, igen nagy valószínűséggel nem fognak megváltozni, pl. jellemző földrajzi, politikai viszonyok, kulturális háttér stb. Az **előre jelezhető tényezők** már nagyobb bizonytalanságot tartalmaznak, de matematikai, statisztikai modellek segítségével várható értékeik nagy pontossággal megállapíthatók. A tervezés szempontjából a legtöbb gondot a teljesen kiszámíthatatlan kimenetelű események jelentik, ezek az **előre nem jelezhető tényezők**. Ebben az esetben minden lehetséges eseményre fel kell készülni, vagyis különböző cselekvési terveket kell kidolgozni attól függően, hogy optimista vagy pesszimista várakozásaink teljesülnek-e be. A kulcsváltozók, melyek független eseményeket jelölnek, különböző kimeneteleinek számbavételével meghatározhatók a tőlük függő közvetett változók is és az így leírt állapotváltozatok alapján fel tudunk készülni a jövő –akár kedvező, akár kedvezőtlen – környezeti hatásaira is.

2. Helyzetelemzés. Vállalati diagnosztika

A fentiekben már utaltam rá, hogy a tervezés egyik legfontosabb információforrása a SWOT-elemzés révén elvégzett vizsgálat. A SWOT-elemzés környezeti hatásokra vonatkozó adatgyűjtéséről már beszéltünk. Most a vállalat képességeire kell koncentrálnunk. A vállalat múltbeli vagy várható teljesítményét a szervezet erősségei és gyengeségei alapján tudjuk felmérni.

Erősségnek tekinthető a vállalat minden olyan különleges jellemzője, mely képessé teszi a vállalatot arra, hogy versenytársaitól előnyösebb versenypozícióba kerüljön. Tehát az erősség úgy különböztet meg, hogy ebből a vállalatnak haszna, profitja származik. Milyen tényezők tekinthetők a stratégiai tervezés szempontjából erősségnek?

- technológia feletti rendelkezés,
- innovációs képesség,
- kiemelkedő humán erőforrás,
- stratégiaileg kedvező piaci pozíció,
- jó márka, védjegy birtoklása,
- megfelelő pénzügyi háttér.

Gyengeségnek tekinthető mindaz, ami a vállalatot piaci versenytársaihoz képest kedvezőtlenebb piaci, illetve versenypozícióba juttatja. Gyengeség lehet:

- elavult technológia
- K+F tevékenység fejletlensége
- alkalmatlan munkaerő és vezetés
- kedvezőtlen piaci pozíció
- piaci ismeretlenség
- kevés saját forrás, és tőkéhez jutási lehetőség

A SWOT-elemzés mind a négy pillérét megismerve, egyértelművé válik, hogy a vizsgálódásunk fókuszában a vállalati versenyképesség áll. Mielőtt a stratégiai tervezés további lépéseire rátérnénk, érdemes tisztázni ennek a fogalomnak a lényegét. Egy adott áru **versenyképessége** kifejeződik abban, hogy:

1. Ára a versenytársakénál alacsonyabb (figyelembe véve a fizetési feltételeket, módokat is)
2. Minősége jobb, műszaki színvonala magasabb, mint a konkurenciáé
3. Az áruszállításokhoz kapcsolódó szolgáltatás jobb és előnyösebb, mint például a szállítás határidő hossza, a szállítási pontosság, a csomagolás, az alkatrészellátás, a szerviz stb., és az olyan nem materiális előnyöket, mint az áru esztétikai hatása, a formatervezettség, a márka és az ismertség stb.

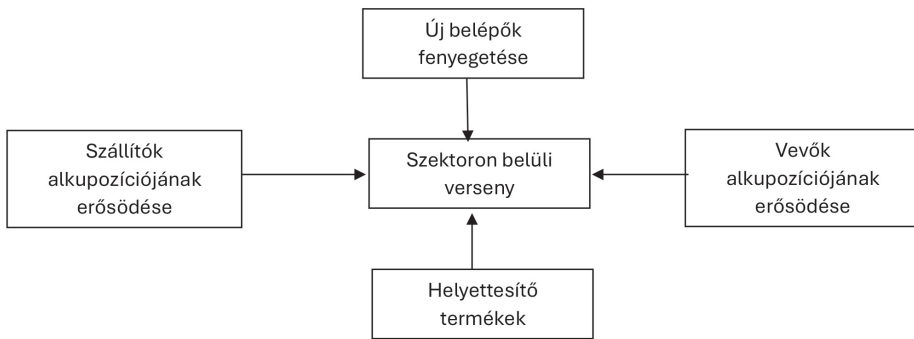
Versenyképesnek akkor tekinthető az adott áru, ha a három közül legalább két összehasonlításban megelőzi a konkurenciát. Például, ha minősége, műszaki színvonala és a szállításához kapcsolódó szolgáltatások előnyösebbek, mint a konkurens áru esetében, akkor az ár magasabb is lehet anélkül, hogy a verseny-

ben hátrányba kerülne; vagy az alacsony ár és a jó minőség ellentételezni képes a szolgáltatások terén jelentkező hátrányokat [Botos J. (2000)].

Egyetlen tényező, sokszor, még ha kiugróan is kedvezőbb, mint a versenytársaké, tartós versenyképességet nem képes biztosítani a terméknek a nemzetközi kereskedelemben, ha a másik két viszonyítás eredménye a termékre nézve kedvezőtlen.

Egy vállalatot minden oldalról fenyegeti a verseny szorítása. Az alábbi ábra ezt a sokrétű fenyegetettséget mutatja be **Porter modellje** alapján.

10. ábra: Porter modellje: a vállalati versenyképességet veszélyeztető tényezők



Forrás: Porter (1979)

A globális verseny olyan kihívás elé állítja a vállalatokat, hogy állandó növekedés, vagyis a hosszútávú versenyképesség fenntartása nélkül nem képesek talpon maradni. A fennmaradás alapfeltétele tehát az, hogy a vállalat megtalálja, illetve kiépítse azokat az erőforrásokat, eszközrendszereket, működési módszereket, egyszerűen **alapvető képességeket** (*core competence*), melyek hosszútávú versenyelőnyt biztosítanak a vállalatnak. Miről lehet felismerni a vállalat alapvető képességeit? Milyen kritériumok alapján diagnosztizálhatók?

- egyedi, a versenytársaktól megkülönböztető jellemző
- nehezen utánozható
- piaci hozzáférést biztosít
- fogyasztói megalgedést növeli
- a vállalati növekedés záloga

A vállalat stratégiai tervét az alapvető képességek köré kell felépítenie. Ennek érdekében a teljes szervezetet mozgósítania kell. Az alapvető képességek felismerése, ki-, illetve továbbfejlesztése egy kollektív tanulási folyamat révén

valósulhat meg, Mindig a versenytársak előtt egy lépéssel kell járni, vagyis már a jövőbeni siker feltételeit kell kiépíteni.

3. Stratégiai pozíciók meghatározása

A SWOT vizsgálat elvégzését követően mind a környezet jelenlegi és jövőben várható hatásairól, mind pedig a vállalat elvárható teljesítményéről fogalmat tudunk alkotni. Mindezek az ismeretek birtokában el tudjuk helyezni a vállalatot a piaci versenyképesség adott szintjének megfelelő pozícióba. A vállalat által elfoglalt stratégiai pozíció meghatározása azért rendkívül fontos, mert minden stratégiai helyzet eltérő stratégiai lépéseket követel meg. Több, különböző stratégiai pozíciót meghatározó elmélet és gyakorlat áll rendelkezésünkre. Az alábbiakban néhány ismertebb módszert mutatok be.

Begyakorlási görbe elmélete

A pozíció meghatározása azon a megfigyelésen alapul, hogy a termelési volumen növekedésével mind a termelés fajlagos költségei, mind pedig az egy termékre eső vállalati fix költségek nagysága csökken. A fajlagos költségek csökkenése azzal a ténnyel függ össze, hogy a termelési módszer begyakorlása a munka elvégzésének hatékonyságát javítja, idejét pedig csökkenti, kialakul a termelékenységű legjobban szolgáló munkamegosztás is. A tanulási folyamat, a termelés racionalizálása nyomán kifejlődik a vállalati know-how, mely növeli a vállalat versenyképességét, így piaci elfogadottságát és profittermelő képességét is.

A termelési költségek és a termékmennyiség összefüggésének vizsgálata adhat választ arra a fontos kérdésre, hogy mennyi terméket kell előállítani ahhoz, hogy a profit maximális legyen [Samuelson–Nordhaus (2012)].

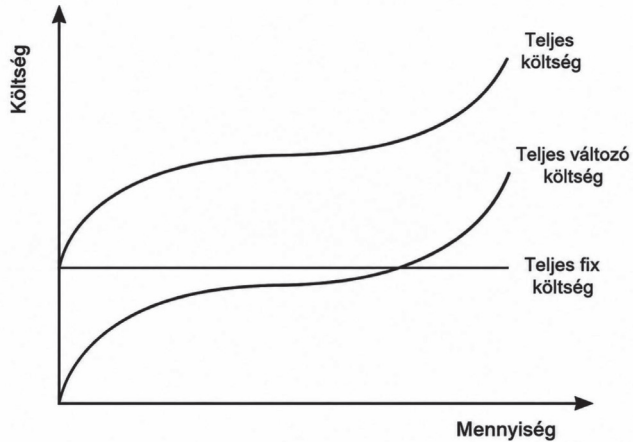
A vállalkozás költségeinek (**C**) egy része az előállított termékmennyiségtől (**Q**) független. Az üzem bérleti díját, a portást, a takarítást stb., akkor is ki kell fizetni, ha az üzem keveset, netán egyáltalán nem termel, s ezek a költségek akkor sem változnak, ha a termékmennyiség növekszik. Ennek megfelelően ezek a költségek a termeléstől független állandó költségek (*fix cost*: **FC**). Ezért minél nagyobb termelési volument kell elérni ahhoz, hogy az általános költségeket kitermelje a vállalat. Ez az ún. „*economies of scale*” hatás, vagyis a nagy kapacitások gazdaságosságára, termelési előnyére mutat rá.

A **változó költségek** (anyag-, bér-, energiaköltségek stb.), viszont a termékmennyiség növekedésével nőnek, ha pedig nem folyik termelés, akkor ilyen költségek egyáltalán nem merülnek fel. (*variable cost*: **VC**)

Az állandó és változó költségek összege adja a **teljes költséget** (*total cost: TC*). E költségeket a termékmennyiség (*quantity: Q*) függvényében ábrázolva az alábbi görbék adódnak.

10. ábra: Állandó (FC)/változó (VC) / teljes (TC) költségek alakulása a termékmennyiség (*quantity*) függvényében

Megfigyelhető, hogy a változó költségek eleinte gyorsan növekszenek, majd pedig a görbe ellaposodik, meredeksége jelentősen csökken, később viszont a termékmennyiség növekedésével újra és egyre meredekebben emelkedik. A görbe ellaposodása visszavezethető a begyakorlási



görbe elméletére, mely a munkaintenzív termelés viszonyai között a tanulási folyamat eredőjeként csökkenti a termék előállításához szükséges fajlagos költségek nagyságát. Ez a hatás azonban az idő folyamán mérséklődik, majd teljesen megszűnik, hiszen egy ponton túl már nem javítható a termelékenység, ha minden más paraméter változatlan marad.

Ez utóbbi a csökkenő hozadék törvényének érvényesülését mutatja: ha a termelőberendezések kapacitását nem növelik, akkor a felhasznált munkamennyiség (és az ezzel együtt járó bérköltség) növelése már egyre kisebb termékmennyiség növekedést eredményez. Rövidtávon ugyanis csak a munkamennyiség növelhető, a bemutatott görbék ezért **rövidtávú költségfüggvények**. Hosszabb időtávon lehetőség nyílik a termelőberendezések kapacitásának bővítésére, ebben az esetben más görbék adódnak. Itt említjük meg, hogy ha pl. a piaci kereslet hirtelen megnövekedésével a termékmennyiséget kívánatos lenne növelni, ez általában azonnal nem lehetséges, mert a munkamennyiség növelése (további munkaerő alkalmazása) időt vesz igénybe. Ezért a legrövidebb, u. n. piaci időtávon a termelés volumene többnyire nem változtatható.

A költségeknek a termékmennyiségtől való függését a **határköltség** (*marginal cost: MC*) segítségével vizsgálhatjuk.

$$MC = \frac{dTC}{dQ}$$

ahol

dQ a termékmennyiség megváltozása

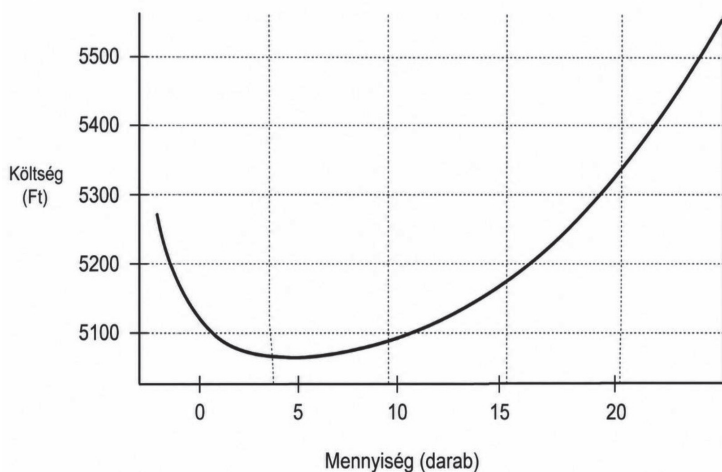
dTC a termékmennyiség változással együtt járó összköltségváltozás

Vagyis a határköltség a kibocsátás egységnyi változásával együtt járó összköltségváltozás. Meghatározása pedig az összköltségfüggvény differenciálásával történik. Ennek megfelelően az MC a kibocsátás függvényében:

Látható, hogy meglehetősen nagy pontossággal meghatározható az a termékmennyiség, ahol a határköltség, vagyis a termékmennyiség egységnyi növeléséhez szükséges költségnövekmény a legkisebb.

Az előállítandó termékmennyiséget végső soron a profitmaximumnak megfelelően kell meghatározni, ezért meg kell találni a kibocsátás és a profit összefüggését. A profit az árbevétel (*revenue*: **R**) és a költségek (*cost*: **C**) különbsége. Az árbevétel pedig a kibocsátott mennyiség (*quantity*: **Q**) és a termék egységárának (*price*: **P**) szorzata.

11. ábra: A határköltség (MC) alakulása a termékmennyiség (*quantity*) függvényében



Kompetitív piacon, tehát ott, ahol valamennyi piaci szereplő, így a termelésre vállalkozó is árelfogadó, vagyis **az ár adottság**, ezért az ár nem függ az előállított termékmennyiségtől. Másrészt – feltéve, hogy a költségek nem változnak – a

profit növelése csak a kibocsátás növelésével érhető el. Belátható azonban, hogy a kibocsátást egy termékegységgel növelve az így elérhető bevételnövekmény, a **határbevétel (MR)** éppen a termék egységárával egyezik meg.

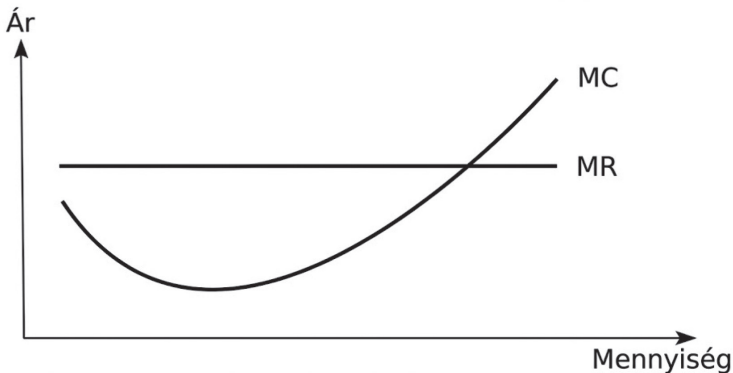
$$MR = p.$$

Azonban a kibocsátás növelése – előbbi feltevésünkkel ellentétben – (pl. anyag-, és bér-) költségnövekedéssel jár. Mekkora ez a költségnövekedés? Ha visszatérünk a költségfüggvények kapcsán megismertekre, akkor nyilvánvaló, hogy a kibocsátás egységnyi növelése éppen a határköltséggel növeli a költségeket. Minthogy azonban a határköltség változik – a kibocsátás növelésével eleinte csökken, majd emelkedni kezd – ezért a kibocsátást addig érdemes növelni, amíg a profit nő, vagyis addig, amíg a határbevétel, MR nagyobb, mint a határköltség:

$$MR > MC$$

A határbevétel és a határköltség definícióját figyelembe véve nyilvánvaló, hogy ellenkező esetben minden egységnyi kibocsátásnövelés jobban növeli a költségeket, mint az árbevételt, vagyis csökkenti a profitot.

12. ábra: A határbevétel (MR) és a határköltség (MC) alakulása a termékmennyiség (quantity) függvényében



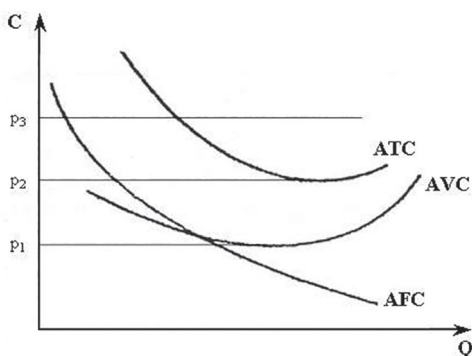
Az ábra további értelmezésre is lehetőséget ad: az adott termelő szempontjából a p -vel jelölt egyenes az ehhez az árhoz tartozó keresletet jelenti, ami a saját kibocsátásától függetlenül állandó, ezért az MC határköltség görbe és a p egyenes metszéspontja kijelöli a maximális profitot nyújtó kibocsátást. Különböző árak mellett más-más kibocsátás biztosít maximális profitot, ezért az MC görbe a termelő vállalkozás kínálatát reprezentálja: megmutatja, hogy különböző árak mellett mennyi terméket kínál a piacon. E megállapításaink azonban

pontosításra szorulnak. Mielőtt erre rátérnénk célszerű definiálni az átlagos állandó- (AFC) és változókölség (AVC) valamint az átlagos összkölség (ATC) fogalmát. Előbbiek a teljes fix- és változókölség, utóbbi a teljes összkölség egy termékegységre jutó hányadát jelenti.

$$AVC = \frac{VC}{Q}; \quad AFC = \frac{FC}{Q}; \quad ATC = \frac{TC}{Q}$$

(Figyeljük meg: a határkölség meghatározásakor a termékkibocsátás egy-egynyi növeléséhez tartozó mindenkor kölségnövekedést vizsgáltuk, a változó kölség (VC) és az összkölség (TC) görbéknél pedig e kölségeket rendre az egyes kibocsátási mennyiségekhez hozzárendelten tüntettük fel.) Az átlagkölség (AVC, illetve ATC) meghatározásakor a termelési kölségeket minden egyes termékegységre vonatkozóan azonos nagyságúnak tételeztük fel. Az átlagkölség a termelési adatokból könnyen meghatározható ugyan, de tudnunk kell, hogy az átlagkölség önmagában nem ad jó eligazítást a profitmaximumot biztosító termékmennyiségről.) Az alábbi. ábrán látható egy vállalkozás termelőtevékenységének átlag állandókölség (AFC), átlag változókölség (AVC) és átlag összkölség (ATC) görbéje. Az ábrán feltüntetünk három – gazdaságossági szempontból jellemző – piaci termékárat, amely tehát a vállalkozó számára adottság.

13. ábra: Átlag állandókölség (AFC) /változókölség (AVC) /teljeskölség (ATC) a termékmennyiség (Q) függvényében



Rövid távon adottságnak tekintendők a vállalkozásra jellemző AVC és ATC görbék is, amelyek a kibocsátás függvényében adják az egy termékre jutó változó, illetve összes kölséget. Ha a termék piaci ára alacsonyabb, mint az előállításának átlagos változó kölsége (AVC), akkor a termékelőállítás veszteséges, hiszen a felhasznált

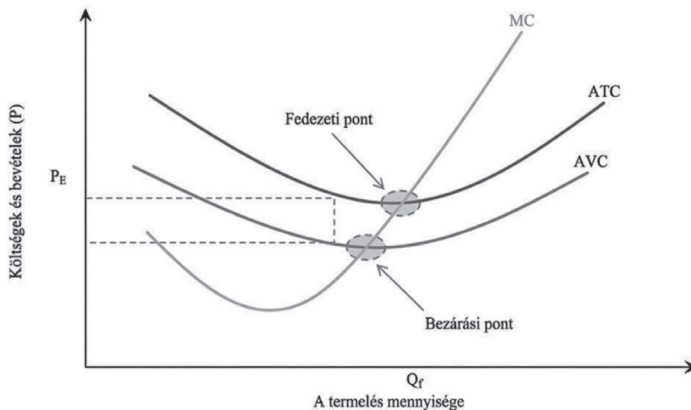
anyag, energia, munka többbe kerül, mint amennyiért a termék eladható, ilyenkor le kell állni a termeléssel. Ha a piaci ár éppen eléri az átlag változó kölséget, akkor már a változó kölségek megtérülnek (p_1). Azonban az állandó kölségek megtérülését is csak a termelés biztosíthatja. Ez akkor történik meg, ha a termék piaci ára (p_2) eléri az átlagos összkölséget. Ilyenkor a termék ára fedezi a termék

előállításának valamennyi költségét. Ez a pont – amely értelemszerűen az ATC-görbe minimuma – a **fedezeti pont** (*break even*). Ha az ár ennél magasabb (p_3), akkor a vállalkozás már gazdasági profitot eredményez.

Visszatérve a profitmaximalizáláshoz használható MC-görbéhez, amelyről azt állítottuk, hogy kínálati függvénynek tekinthető, most már belátható, hogy ez csak a görbe azon részére igaz, ahol az ár magasabb, mint az átlag változó költség, hiszen, ha az ár annyira lecsökken, hogy már az egy termékre jutó változó költséget sem fedezi, akkor a termelést le kell állítani. A kínálat tehát az üzembezárási **pont** (*shutdown*) alatt megszűnik, a felett pedig MC-görbe szerint alakul.

Az eddig tárgyalt görbéket egy ábrán feltüntetve, jól megkülönböztethetők az üzembezárási és a fedezeti pontok, valamint az ezekhez tartozó árak és mennyiségek. Hasznos tudnunk, hogy az MC görbe (a határköltség definíciójából következően) az AVC és az ATC görbék minimumpontján halad át, s ezek képezik az üzembezárási, illetve fedezeti pontokat.

14. ábra: Átlag változó költség (AVC) /teljes költség (ATC) és a határköltség (MC) a termékmennyiség (Q) függvényében



Termékéletgörbe elmélete

A termékvolumen meghatározása döntően a vállalati vezetés elhatározásán múlik. Azonban vannak olyan tényezők is, melyek objektív korlátként behatárolják a termelés mozgásterét. Az egyik ilyen korlát a piac befogadóképessége – ezzel a következő modellek kapcsán foglalkozunk – a másik jelentős korlát a termék életciklusával függ össze. Ugyanis nemcsak a vállalat, hanem a termék

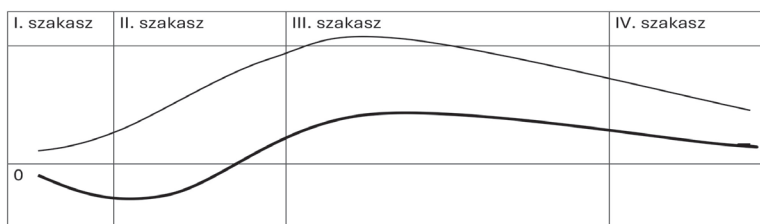
is egy „életutat” jár be, mely alapvetően meghatározza a termelés milyenségét és nagyságrendjét. Ahogy a vállalat esetében, úgy a termékeknel is megkülönböztethetők a termékéletgörbe egyes szakaszai:

1. Embrionális szakasz. K+F-tevékenység, a termék kifejlesztése, piaci bemutatkozás, aktív marketingtevékenység, magas költségek, csekély bevétel.
2. Növekedés szakasza: gyors piaci felfutás és térnyerés, termékvolumen ugrásszerű növekedése, bevételek kezdik utolérni, majd meghaladni a ráfordításokat, a begyakorlás hatékonyságnövelő ereje kezd megmutatkozni.
3. Érettség fázisa: piaci részesedés eléri a maximumot, a termék ismert és elfogadott, a termelési technológia kiforrott, a nyereségtermelés stabil.
4. Hanyatlás időszaka: a termék és a hozzákapcsolódó technológia túlhaladtá válik, a versenytársak új, korszerűbb termékekkel és módszerekkel rukkolnak elő, a piaci részesedés és a realizálható árbevétel csökken.

A különböző iparágakban különböző termékciklusokkal találkozunk. Vannak olyan termékek, melyek kérészéletűek, a felgyorsult kutatás-fejlesztési tevékenység csak igen rövid életciklus befutását teszik lehetővé, mint például a divatcikkek vagy a szoftvergyártás esetében. Hosszú ciklussal az alapvető használati és fogyasztási cikkek rendelkeznek, melyek évtizedek alatt sem változnak meg. Ez utóbbiak azonban egyre hátrébb szorulnak és a jellemző termékciklus egyre rövidebb lesz.

A termékéletciklus görbék alakulását az alábbi ábra érzékelteti.

15. ábra: Termékéletciklusok

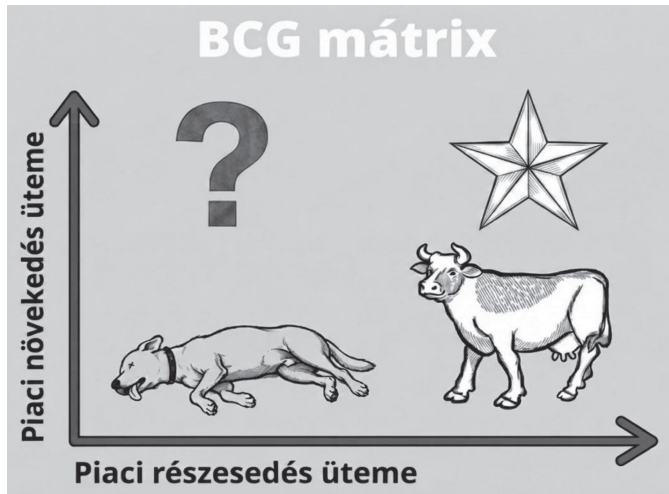


A vékonyabb görbe az értékesítés volumenét jelzi, míg a vastagabb vonal a nyereség alakulását mutatja az életciklus különböző fázisaiban, a vízszintes vonal – a nulla értékhez – viszonyítva.

BCG (Boston Consulting Group) mátrix

A BCG-mátrix elnevezését annak köszönheti, hogy először a Boston Consulting Group alkalmazta ezt a fajta mátrixszerű ábrázolást. A BCG-mátrix a jelenlegi piaci részesedés és a piac növekedési potenciálja közötti összefüggés alapján pozicionálja a vállalatokat, illetve a vállalati termékek lehetőségeit. Az ábra bemutatása után részletesen jellemezzük az egyes pozíciók főbb jellegzetességeit.

16. ábra: BCG mátrix



Az ábra vízszintes tengelyén a cég jelenlegi piaci részesedése szerinti besorolás található. Az értékek balról jobbra nőnek. Az ábra függőleges tengelyén a vállalatra vonatkozó várható piaci tendenciák olvashatóak le. A tengely alsó szakaszán a piac alacsony növekedési ütemére lehet számítani, míg a felső régiókban pozícionált vállalatok nagy piaci lehetőségek előtt állnak

Mit jelentenek a mátrix képei, milyen stratégiai pozícióban vannak a vállalatok, illetve termékeik a mátrix által behatárolt mezőkben?

Csillagok

A vállalati, üzletági teljesítmény csúcspontja. A termék jelenlegi piaci elfogadottsága kimagasló, ugyanakkor további piacbővülésre és keresletélénkülésre lehet számítani. Ennél a terméknel tartós versenyelőnyt tudhat magáénak a cég, jelentős nyereségre tehet szert. A dinamikusan fejlődő iparág a vállalati stratégia fókuszában kell, hogy álljon. Ez a termék a határköltséggörbe minimumpontján, életciklusát tekintve pedig a növekedési és érett szakasz találkozásánál helyezhető el.

Fejőstehén

Olyan sztárok, akik felett elszállt az idő. A régi dicsfény még elegendő ahhoz, hogy kellő figyelmet kapjon, azonban hosszútávú szerződéseket már nem kötnek a nevében és további pénzt sem invesztálnak bele. Megpróbálják kihasználni és kiaknázni a még benne rejlő lehetőségeket és pénzt. A „fejőstehén” állapotban lévő termék életének érett szakaszába érkezett, életgörbéje lefelé ívelő, míg a határköltség-görbéje már felfelé ívelő szakaszba jutott.

Kérdőjelek

Ebben a mezőben elhelyezkedő termékek jelenleg nem elismertek a piacon, az értékesítés volumene elhanyagolható. A termék iránt azonban volna érdeklődés, keresletnövekedésre számíthat a cég. Most azonban termelésük veszteséges és a bennük rejlő lehetőségek kiaknázása további beruházásokat igényelne. A mező elnevezését azért kapta, mert a termék jövője bizonytalan, sok kiszámíthatatlan feltételtől függ, hogy csillag (sztár) válik-e belőle vagy végképpen eltűnik a piacról.

Döglött kutya

Ettől a terméktől mihamarabb meg kell szabadulnia a vállalatnak. Ugyanis sem most sem a jövőben nem várható a termék értékesítésének felfutása, illetve nyereség kitermelése. Ez egy hanyatló szakaszban lévő termék, melynek piaca is leáldozóban van, nem érdemes a termék fejlesztésébe invesztálni.

Piaci vonzerő-versenyképesség mátrix

Ezt a modellt a General Electric megbízásából a McKinsey tanácsadó cég készítette el a '70-es években. Sok vonásában hasonlít a BCG-mátrixhoz, annak egy továbbfejlesztett változata. A vállalat – mint különböző termékek portfóliójának összessége – piaci pozíciójának meghatározásához külső (piaci) kritikus tényezők és a belső (versenyképességre vonatkozó) kritikus tényezők számbavétele révén jut el. Az egyes tényezőket ötfokozatú skálán értékeli a modell, majd súlyozott átlaguk alapján egy konkrét értéket ad a vállalatnak, ami egyértelműen meghatározza a kilenc mezőre osztott portfóliómátrixban a piaci pozíciót.

Külső, piaci vonzerőre vonatkozó tényezők:

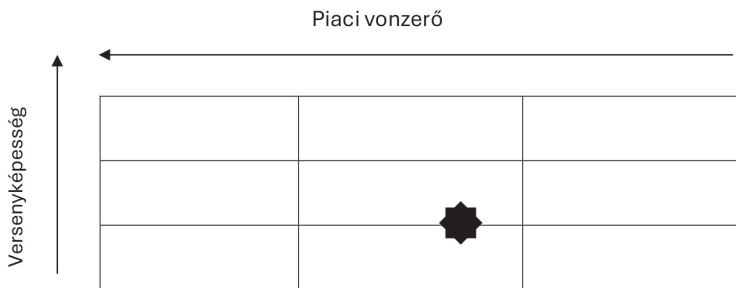
- piac nagysága és struktúrája,
- piacra be-, illetve kilépés korlátai,
- technológiai, jogi, környezetvédelmi, társadalmi stb. háttér,

- jövedelmezőségi lehetőségek.

Belső, versenypozícióra vonatkozó tényezők:

- jelenlegi piaci részesedés,
- K+F kapacitás,
- humánerőforrásban rejlő kapacitás,
- pénzügyi kapacitás,
- marketing színvonala.

17. ábra: Piaci vonzerő-versenyképesség mátrix egy lehetséges vállalati pozíció megjelölésével



A modell számos problémát vet fel, kezdve a külső és belső tényezők értékelésének objektivitásán, folytatva a súlyozás mértékének megállapításán, egészen a tényezők kiválasztásának és egységességének problémájáig. Mindezek ellenére ez a modell ma is az egyik legnépszerűbb módszer a piaci pozíció meghatározására.

4. Stratégiai alternatívák kidolgozása

A vállalati pozíció meghatározásakor – akármelyik modellből is induljunk ki – külső környezeti, piaci és belső, a vállalati képességekre irányuló vizsgálatokat kell végeznünk. Mivel e két irányból érkeznek hatások a vállalati teljesítményt meghatározva, ezért a stratégia kialakításakor is ebben a két irányba kell lépéseket tennünk.

A környezeti lehetőségekhez és fenyegetésekhez való alkalmazkodást **adaptivitásnak** nevezzük. Ez irányulhat a vállalati pozíció javítására, avagy diverzifikációval új vállalkozások felé való nyitásra. Az adaptációs nyomás dinamikus

folyamat, időben változó mértékben nehezedik a vállalatra. Hatékonyságát jelentősen befolyásolja a vállalati pénzügyi háttér megléte, illetve hiánya.

A belső tényezők befolyásolását, a szervezet működésének hatékonyságát javító intézkedéseket, a vállalati funkciók összehangolását együttesen **integrációnak** hívjuk. Az integráció különösen akkor válik szükségessé, amikor a cég pénzügyi nehézségekkel találja szembe magát. Ekkor fel kell térképezni a vállalat gyenge és erős pontjait, és úgy átstrukturálni a tevékenységeket, hogy a vállalat kilábalhasson a pénzügyi gödörből.

Az adaptáció és az integráció egymást kiegészítve, együttes erővel képesek a legtöbbet kihozni a vállalatból és annak piaci pozícióján javítani. Ezért alkalmazásukra mindig együttesen kerül sor, habár különböző súllyal.

Az alábbiakban a fentiekben ismertetett modellek alapján meghatározott piaci pozícióknak megfelelő stratégiákat ismertetem

Termékéletciklus modell

1. Embrionális szakasz: központi feladat a kutatás–fejlesztés erősítése, aktív marketing tevékenység, marketingkutatás és marketingmix. A problémák strukturálatlanok és hosszútávra vonatkoznak, ezért intuitív megközelítést igényelnek
2. Növekedés szakasza: piaci pozíció megerősítése, ártervezés, beruházás, kapacitásbővítés, tömegtermelés beindítása. Az egyre jobban átlátható problémák megoldására már formalizált módszerek állnak rendelkezésre.
3. Érettség fázisa: előnyök kiaknázása, hatékonyságjavító intézkedések, fogyasztói igények mind teljesebb kielégítése, árkorrekció (még elfogadható ár), marketing jelentősége visszaszorul, a figyelem a piacról a vállalt felé fordul, integratív megoldások. Jól strukturált döntési problémák, formalizált tervezés.
4. Hanyatlás időszaka: a visszavonulás, piacról való kivezetés előkészítése, kapacitások leépítése, árcsökkentés. A tervezés időhorizontja rövidtávú.

18. ábra: Stratégiai alternatívák a BCG mátrix szerint

Csillagok • stratégiai pozíció megtartása érdekében minden finansziális, fejlesztési, és marketing-támogatást megadni • beruházások • magas adaptáció • magas integráció	Kérdőjelek • vagy: beruházások, piaci részarány növelése érdekében • vagy: továbbfejlesztés, illetve leépítés • magas adaptáció • alacsony integráció
Fejőstehenek • vagy: piaci pozíció megtartására vonatkozó stratégia • vagy: arató stratégia, kiaknázni a termékben rejlő összes lehetőséget, nincsenek további beruházások • alacsony adaptáció • magas integráció	Döglött kutya • piaci pozíció feladása, visszavonulás • kivezető stratégia • alacsony adaptáció • alacsony integráció

Forrás: Barakonyi (1999)

19. ábra: Stratégiai alternatívák a Piaci vonzerő-versenyképesség mátrix szerint

		Piaci vonzerő		
		Magas	Közepes	Alacsony
Versenyképesség	Magas	Növekedés beruházás	Szelektív növekedés szelektív beruházás	Szelektivitás szinttartó beruházás
	Közepes	Szelektív növekedés gyenge és erős pontok azonosítása, ez utóbbi fejlesztése	Szelektivitás specializáció, szelektív beruházás	Aratás-felszámolás karcsúsítás, beruházá- sok visszafogása
	Alacsony	Szelektivitás specializáció, pozíciókeresés	Aratás-felszámolás specializáció vagy kilépés mérlegelése	Aratás-felszámolás kilépés, eladás megtervezése

Forrás: Barakonyi (1999)

5. Vállalati stratégia végrehajtása és ellenőrzése

A stratégiai alternatívák kiválasztása csak az összvállalati stratégia kidolgozásának keretében válhat teljessé. Ez magában foglalja, illetve összefogja az egyes üzletági stratégiákat, valamint a funkcionális szervekre vonatkozó részstratégiákat, és a vállalati összérdek figyelembevételével alakítja ki a végleges vállalati stratégiát. A stratégiai döntések végrehajtása elsősorban a finansziális lehetőségek megteremtésén és az erőforrások allokálásán múlik. Nem lehet azonban figyelmen kívül hagyni a különböző és egymással ütköző funkciókhoz

és üzletágakhoz kötődő érdekek közötti ellentétet. Az egység és közös akarat megteremtése és összehangolása nélkül nincs sikeres stratégiai végrehajtás.

A stratégiai végrehajtás a stratégiai terv rövidebb időtávú és konkrétabb tartalmú programjainak meghatározásával kezdődik. Stratégiai programok lehetnek az alábbiak:

- megjelenés a piacon, új vállalat alapítása
- meglévő vállalat új termékkel jelenik meg és hatol be új piaci szegmensekbe
- meglévő piacok és termékstruktúra fenntartása
- vertikális integráció a termelés különböző fázisai között
- termelés, szervezeti struktúra racionalizálása, hatékonyság javítása
- vállalkozás, illetve termék kivezetése a piacról, leépítés

A fenti hét program mindegyike tartalmaz adaptív és integratív lépéseket, de az arányuk nem egyforma, kezdetben az adaptív, később az integratív szervezeti válaszok kerülnek előtérbe.

Mikor tekinthető a vállalati stratégia megfelelőnek?

- ha nem tervezi egymást kölcsönösen kizáró, egymásnak ellentmondó célok megvalósítását
- ha figyelembe veszi a vállalati tevékenységet behatóról környezet adta lehetőségeket
- ha a vállalat a stratégia sikeres megvalósításával a versenytársai fölé tud kerekedni
- ha a stratégia megvalósításához elegendő pénzügyi, technikai, és emberi erőforrás áll a vállalat rendelkezésére

Az utóbbi két feltétel teljesülését csak a stratégia megvalósítása során, illetve közben lehet kontrollálni. A stratégiai monitoring eszköze, ha bizonyos kulcs-, vagy sikertényezőket határozunk meg, ami alapján a feladatok teljesítése, illetve a felelősök tevékenysége mérhető. A stratégia dinamikusan kell, hogy igazodjon az időközben felmerült változásokhoz, ezért a megvalósulás sikeréről folyamatos visszacsatolás révén kell tájékoztatni a felelősöket. A megfelelő színvonalú információáramlás teszi lehetővé, hogy a stratégiai tervet folyamatosan továbbfejlesszék és a megváltozott körülményekhez igazítsák.

Kérdések, feladatok

1. Szemléltesse a stratégiaalkotás folyamatát!
2. Milyen nehézségekkel szembesülhet egy stratégiai döntéshozó a munkája során?
3. Mutassa be a stratégiai szinteket szervezeti egység szerint! Milyen egyéb szempont alapján lehetséges a stratégiai szintek meghatározása?
4. Milyen típusú lehetőségek és fenyegetések merülhetnek fel a vállalati stratégia megalkotása során? Mi az a SWOT?
5. Milyen környezetalakítási megközelítési módokat ismer, és mik ezek főbb jellemzői?
6. Hogyan készítené el egy jövőbeni környezeti változásokra vonatkozó forgatókönyvet?
7. Mi az a vállalati SWOT, és mit tartalmaz?
8. Miben fejeződik ki egy áru versenyképessége?
9. Mi biztosít tartós versenyképességet egy árunak?
10. Ismertesse a begyakorlási elméletet és értelmezze a begyakorlási görbét!
11. Mi az összefüggés a begyakorlási és a határkötség görbéje között és mit jelöl ez utóbbi?
12. Hogyan kapcsolódik egymáshoz a határkötség és a határbevétel?
13. Mit jelöl az átlagos változókötség és az átlagos összkötség fogalma? Mi az összefüggés közöttük?
14. Hol helyezkedik el a fedezeti és az üzembazárási pont, és miért?
15. Milyen szakaszai vannak egy termék életútjának? Hogyan jelennek ezek meg az értékesítés és a nyereség volumenében illetve alakulásában?
16. Mit mutat meg a BCG mátrix? Értelmezze a mátrix ábráit!
17. Milyen tényezők alapján mutatja egy vállalat elhelyezkedését a piaci vonzerő–versenyképesség mátrix?
18. Milyen irányból érik hatások a vállalatot és mik rájuk a megfelelő szervezeti válaszok?
19. Soroljon fel vállalati stratégiákat és mutasson rá, melyik mikor megfelelő!

Felhasznált irodalom

Botos J.: Versenyképesség-elemzés: fogalmi körüljárás, hazai esélyek. In: Farkas B. – Lengyel I. (szerk.): *Versenyképesség – regionális versenyképesség*. (SZTE Gazdaságtudományi Kar Közlemények) Szeged, JATEPress, 2000. 218–234.

- Balaton K. – Hortoványi L. – Incze E. – Laczkó M. – Szabó Zs. R. – Tari E.: *Stratégiai menedzsment*. Budapest, Akadémia Kiadó, 2017.
- Barakonyi K.: *Stratégiai tervezés*. Budapest, Nemzeti Tankönyvkiadó, 1999.
- Chikán A.: *Vállalatgazdaságtan*. Budapest, Akadémia Kiadó, 2023.
- Dobák M.: *Szervezeti formák és vezetés*. Budapest, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 1997.
- R. S. Kaplan – D. P. Norton: *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*. Boston, Harvard Business School Press, 1996.
- M.E. Porter: How Competitive Forces Shape Strategy. *Harvard Business Review*, Vol. 57., no. 2. (March–April 1979) 137–145.
- P. A. Samuelson – W. D. Nordhaus: *Közgazdaságtan*. Bővített, átdolgozott kiadás. Budapest, Akadémia Kiadó, 2012.
- H. A. Simon: A Behavioural Model of Rational Choice. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 69. (1955) 99–118. <https://doi.org/10.2307/1884852>

3. FEJEZET

A MARKETING

Eljutottunk a stratégiaalkotás révén a jövőbeni vállalati tevékenység átfogó tervéhez. Gondos munkával kialakítottuk elképzeléseinket a vállalat perspektívái vonatkozásában. Tudományos módszerekkel elemeztük a lehetőségek és a veszélyek hatását a vállalat működésére. Felmértük a vállalat képességeit és arra a következtetésre jutottunk, hogy van helyünk az üzleti világban, és érdemes a vállalkozás alapötletét megvalósítani.

Elképzeléseinket most már a piac valóságával kell ütköztetnünk. A piac megjelenése a vállalati tevékenységben óhatatlanul maga után vonja a marketing tudomány teljes eszköztárának felvonultatását. A marketing feladata ugyanis éppen az, hogy az üzleti lehetőségeket valóságos csereaktusokká alakítsa. A vállalat definíciójának (profitmaximalizálás fogyasztói szükséglet kielégítés révén) az emberi szükségletek kielégítésére vonatkozó részéért alapvetően a marketing a felelős. Az Amerikai Marketing Szövetség szerint a **marketing(menedzsment)** az alábbi módon határozható meg:

„[...] a tervezésnek és végrehajtásnak az a folyamata, melynek során elképzelések, áruk és szolgáltatások teremtése, árazása, promóciója és elosztása megy végbe annak érdekében, hogy a cseréken keresztül egyéni és szervezeti célok valósuljanak meg.” [Kotler (2001)]

A marketing tehát segítséget nyújt abban, hogy a vállalkozás létrehozásának alapötletét a piaccal elfogadtassuk, és nyereségre telessünk szert. A marketing tevékenység elvégzését 5 koncepció szerint valószínűsíthetjük meg a vállalkozás Ezek a **koncepciók** az alábbiak lehetnek:

- termelési koncepció
- termékkoncepció
- értékesítési koncepció
- marketingkoncepció

- társadalom-központú marketingkonceptió.

Termelési koncepció:

A felfogás lényege abban ragadható meg, hogy a fogyasztó az alacsony árú és könnyen hozzáférhető termékeket preferálja. Az ilyen termék piacán a kereslet meghaladja a meglévő kínálatot, és az előállítás költségei a termékmennyiség növelésével („*economies of scale*” hatás) csökkenthetők. Ennek az üzletpolitikának „növelj a termelést, csökkentsd az árat” Henry Ford volt az úttörője, a T-modell gyártásával. A magas termelékenység elérésével ez a megközelítés magas megtérülési rátát biztosít a vállalkozónak.

Termékkoncepció:

A fent leírtakkal ellentétben a termék minőségét, technikai színvonalát és teljesítményét helyezi a középpontba. A vállalat a K+F-re (kutatás-fejlesztés) koncentrálni és gyakran figyelmen kívül hagyja a fizetőképes kereslet vizsgálatát. A termékre fókuszáló vállalatok között a számítógépes iparágat lehetne kiemelni.

Értékesítési koncepció:

Feltételezi ez az elgondolás, hogy a fogyasztó nem tudja maga sem, hogy mire van szüksége igazából, avagy magától nem vásárolna akkora mennyiséget, ami a vállalat szempontjából kielégítő lenne. A marketing célja – e felfogás szerint – tehát az, hogy rávegye a fogyasztót a vásárlásra. Sokszor nem törődnek az e koncepciót követő vállalatok azzal, hogy mi a valóságos szükséglet, vagy a vevő elégedett-e azzal, amit kapott, a lényeg az eladott mennyiség növelése.

Marketing koncepció:

Ideális formában közelíti meg a marketing lényegét ez a felfogás. Nincsenek prekonceptiói arra vonatkozóan, hogy mi kell a fogyasztónak. Legfontosabb feladatának éppen azt tekinti, hogy feltárja a valódi fogyasztói szükségleteket, kialakítsa a szükségletek minél teljesebb és a versenytársakénál hatékonyabb kielégítésének termelési, szervezeti hátterét és mindezek figyelembevételével hozzájáruljon a vállalat jövedelmezőségéhez.

Társadalom-központú marketingkonceptió:

A marketingkonceptió kiterjesztését jelenti ez a viszonylag új elmélet. Nemcsak a fogyasztó elvárásainak próbál a vállalat megfelelni, hanem figyelembe veszi a hosszútávú társadalmi hasznosságot, a közjó megvalósulásának feltételeit is és annak megfelelően alakítja ki a termelését.

A továbbiakban a marketing-, illetve társadalomközpontú marketingkoncepciónak megfelelő szemlélet alapján vesszük sorra a marketingtevékenység legfontosabb lépéseit.

1. Fogyasztói szükséglet feltérképezése

A fogyasztói szükséglet feltérképezésének egyik módszere a **szegmentálás**. A szegmentáció vagy szegmentálás speciális kutatási módszer, amelynek során a heterogén piacot homogén részekre bontjuk. Az eljárás a piacon jelenlevő vevők, fogyasztók várható magatartásának megismerésén alapul. Ezt többnyire megkérdezéssel kutatással tárjuk fel.

A szegmentálás lehetővé teszi új piaci részek, a piac megdolgozatlan területei, fehér foltjai megkeresését, meghódítását. A marketingtevékenység, a vállalati munka alapfeltétele a piaci részek felfedezése, behatolás a piaci részekbe, azok elfogadása.

A **piaci részek** olyan piacrészek, amelyekben a nyilvánvaló vagy lappangó vásárlói igényeket a kínálat nem, vagy nem megfelelően elégíti ki. A piaci részek felfedezése azt is megköveteli a vállalkozástól, hogy a kérdéses piacon a többi forgalmazót megelőzően a náluk hatékonyabb üzleti módszereket alkalmazzon.

A piaci részek fajtái:

Megnyilvánult piaci részek: A megnyilvánult piaci rés azt jelenti, hogy a vásárlók részéről jelentkező, egyértelműen megnyilvánuló vásárlói igényeket egyáltalán nem elégíti ki a kínálat, mert nincs, aki ilyen termékeket, vagy szolgáltatásokat piacra vigyen (pl. a 90-es évek elején nyugati, olcsó használt német autók).

Lappangó piaci részek: Lappangó, vagy látens piaci részek azok a piacrészek, amelyekben a kereslet nem ismerhető fel egyértelműen, vagy amelyekben a konkurencia kínálata gyenge. Ilyen lappangó piaci rés az új termékek bevezetésénél mutatkozik. A termék iránti igény azért nem ismerhető fel egyértelműen, mert nincs még az adott termék a piacon (telefax, walkman).

- *Meglévő termék új piaci részben:* Ilyen az, amikor eredetileg felnőttek számára készült termékeket gyerekek számára a szükséges változtatásokkal értékesítenek (farmernadrág, farmeröltöny, barkácskészlet, kártya gyerekeknek stb.).
- *Egy-egy termék reinkarnációja:* Például mindaddig, ameddig a cukor fehéritésére a megfelelő kémiai eljárást nem találták fel, barna

színű cukrot forgalmaztak. Ez a termék Európa fejlett országaiban reinkarnálódott, ahol az ilyen barna cukrot – a fehéritett cukornál magasabb áron – értékesítették. Ilyenek továbbá a női kalapok múlt századi modelljeinek és a férfidivatban a kétsoros zakó divatjának felélédeése.

- *Ökológiai piaci rések:* A környezetbarát termékek korát éljük. Pl. a papírból készült, hordásra alkalmas reklámzacskók értékesítése.
- *Időszakos piaci rések:* átmeneti, időszakhoz kötött értékesítési lehetőséget jelentenek. Ilyen például a nyári és téli üdülőhelyek igénye a közfogyasztási cikkek vonatkozásában.

A szegmentálást – a **piackutatás** eredményeire építve – az alábbi fázisokra bonthatjuk.

Kutatási szakasz

A fogyasztói igények felmérésére általában kérdőíves kutatási rendszert alakítunk ki, és elsőként ezzel közelítjük meg a fogyasztói rétegek tagolódását, igényeit, tulajdonságait, jellemzőit.

Elemzési szakasz

Az elemzési szakasz a számítógépes módszerek széles körű felhasználását igényli. Faktoranalízissel vagy klaszteranalízissel meghatározzuk a szegmenseket. Megállapítjuk a fogyasztót jellemző ismérveket, tulajdonságokat. Szétválasztjuk az egyes fogyasztói csoportokat a megkülönböztető ismérvek szerint. Az ismérvek az alábbiak lehetnek:¹

- földrajzi (régió, településtípus, éghajlat stb.)
- demográfiai, társadalmi (életkor, nem, család, képzettség, foglalkozás, stb.)
- pszichografikus (személyiség, életstílus)
- magatartási (vásárlási szokások, márkahűség, termékkel szembeni attitűd)

¹ A piacok szükségleteinek felmérésekor a szegmentációs változók eltérőek a fogyasztói piacoknál alkalmazottaktól. Itt is van demográfiai ismérv, de e mellett a működési változók, beszerzési módszerek szerinti különbségek, helyzeti tényezők és a partner személyes jellemzői is szerepet játszanak a szegmentációban.

20. ábra: Példa lehetséges szegmentálási szempontokra (KSH adatok)

Megnevezés	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	referencia év							
Korcsoport és nem szerint								
Összesen	28,6	25,9	20,6	20	19,4	19,4	18,4	19,6
Férfi	27,6	25,3	20,1	19,2	19,3	18,7	17,5	18,7
Nő	29,4	26,5	21,1	20,8	19,4	20,1	19,2	20,4
0–17	38,6	33,5	26,4	24,1	21,7	23,2	18,1	24,4
18–64	28,9	26,0	20,7	19,9	18,4	18,2	18,4	17,9
Férfi	27,7	25,3	20,4	19,3	18,3	17,7	17,7	..
Nő	29,9	26,6	21,0	20,5	18,6	18,7	19,1	..
65+	17,1	18,2	14,9	16,7	20,3	19,9	18,4	20,7
Férfi	12,7	15,3	11,3	12,9	19,1	16,9	15,3	..
Nő	19,8	20,0	17,2	19	21,1	21,8	20,4	..
Iskolai végzettség szerint								
Legfeljebb alapfokú	47,5	42,0	37,5	37,6	41,3	43,3	41,0	45,3
Középfokú	24,6	21,8	16,4	16,6	16,4	16,1	16,1	16,1
Felsőfokú	10,1	11,3	7,2	7,9	5,6	5,2	6,0	5,3
Jövedelmi ötödök szerint								

Forrás: KSH (2024) A szegénység/társadalmi kirekesztődés kockázatának kitétek aránya nem, korcsoport, iskolai végzettség szerint [%]

A profil meghatározása

A szegmensek kialakításánál a termékekre jellemző (rendeltetés, minőség, ár) és a fogyasztókra jellemző ismérveknek (alapváltozók, leíró változók) van meghatározó szerepe. Ezek alapján meghatározzuk a különböző marketingszempontból befolyásolható szegmensek jellemző tulajdonságait.

Milyen követelményeket kell támasztanunk a szegmensekkel szemben?

A szegmenseknek marketing szempontból feltétlenül az alábbi tulajdonságokkal kell rendelkezniük:

- **Mérhetőség**, azaz az adatoknak, a kérdéses szegmens tekintetében számszerűsíthetőeknek kell lenniük.
- **Méret**: Nyilvánvaló, hogy figyelmen kívül hagyhatók a piaci tevékenység szempontjából a túl kicsi és kis jövedelmű szegmensek.
- **Elérhetőség**. Az elérhetőség azt jelenti, hogy tisztában kell lenni azzal, hogy a kérdéses fogyasztói réteg milyen belső és külső tényezők révén befolyásolható, és tudatosítani kell az általunk alkalmazandó marketingeszközök körét.
- **Időbeli stabilitás**. A kérdéses szegmensek tulajdonságainak időbeli állandóságot kell felmutatniuk.

(A szegmentálásnak bizonyos esetekben nincs értelme, például akkor, ha a piac túl kicsi, vagy a nagyfogyasztók gyakorlatilag mindent felvásárolnak, vagy akkor sem, ha túl speciális a piac, azaz egyéniesített igényeket kell kielégíteni.)

A szegmentáció tehát feltárja a piaci lehetőségeket, azonban a vállalkozásnak kell döntenie arról, hogy milyen szegmenseket céloz meg. Ezt a döntés-, illetve lépéssorozatot nevezzük a célpiacok kiválasztásának.

A vállalati **célpiaci marketing**nek a szegmenseknek – azaz a piac meghatározott, kiválasztott, azonos keresleti sajátosságokat mutató csoportjainak – megfelelő terméket vagy szolgáltatást kifejlesztő, ezt kínáló és marketingmixet (lásd később) alkalmazó vállalkozói magatartást nevezzük.

Szakaszai a következők:

A piacok befogadóképességének becslése

A piaci szegmentumok kiválasztásához fel kell becsülni, hogy milyen az egyes piaci szegmentumok mérete és jövőbeni növekedése, milyen az egyes szegmentumok révén realizálható vállalati nyereség, melyek a vállalati célok és források.

A szegmentumok nagysága és jövedelmezősége nem feltétlenül biztosítják a célpiacok kiválaszthatóságát. Vannak olyan szituációk (pl. nemzetközi monopóliumok uralják a kérdéses szegmenseket, vagy pedig jelentős beruházások valósultak meg a szegmentumban), amelyek kedvezőtlenek az adott piacrész meghódításához.

A piacok befogadóképességének vizsgálatakor összhangba kell hozni a vállalkozási adottságokat a szegmentumok által nyújtandó lehetőségekkel.

A piaci szegmentumok kiválasztása

A vállalatnak döntenie kell, hogy mely szegmentumokat kívánja meghódítani. A termék és piac variánsai különböző lehetőségeket biztosítanak.

A piac lefedésének módját egy példán keresztül vizsgáljuk meg:

Egy borforgalmazó vállalat számára meghódíthatók a belföldi piacon: az élelmiszer-kiskereskedelem egységei, italmérések, borozók, pincék, kocsmák, éttermek. Különböző termékeket kínálhatnak: hordós bor, kannás bor, palackozott minőségi bor.

A célpiac kiválasztásának öt módozata lehetséges:

1. Egy szegmentumú koncentráció

A vállalat minőségi palackozott bort csak az élelmiszer-kiskereskedelemhez szállít.

2. Szelektív specializáció

Egy-egy piacra egy-egy termék szállítását jelenti. Pl. a borforgalmazó: kocsmaiba kannásbort, kiskereskedelembe minőségi palackos bort, éttermekbe hordósbort szállít.

3. Termékspecializáció

A kérdéses bort forgalmazó vállalat palackozott minőségi borral ellátja az élelmiszer-kiskereskedelmet, az italméréseket, a borozókat, a pincéket és a kocsákat vagy az éttermeket.

4. Piacspecializáció

Azt jelenti, hogy a cég az italmérések, borozók, pincék, azaz egy szegmens számára hordóbort, kannásbort és palackos bort, vagyis az összes terméket egyaránt szállítja.

5. Teljes terméklefedés

A borral kereskedő vállalat mindegyik fő piacára a repertorájában lévő minden árut szállít.

21. ábra: A célpiacon marketing lehetséges formái (p:piac, t:termék)

	1. Koncentrált			2. Szelektív			3. Termékspec.			4. Piac-specializáció			5. Teljes lefedés		
	p1	p2	p3	p1	p2	p3	p1	p2	p3	p1	p2	p3	p1	p2	p3
t1															
t2															
t3															

2. Termékpozicionálás

A kiválasztott piacon nem találja magát egyedül a vállalkozó. Már ott lévő, illetve új versenytársakkal kell megküzdenie a vállalatnak a fogyasztók bizalmának megnyerése, megszerzése és megőrzése érdekében. Azt a tevékenységet, ami egy adott piacon (adott szegmentumban) egy adott termék versenytársakhoz való viszonyának meghatározását és ennek a vevőben való tudatosítását jelenti, **termékpozicionálásnak** nevezzük.

A vállalat különböző pozíciók elérésére törekedhet:

- olcsó ár,
- magas ár,
- kiváló minőség,
- fejlett technológia pozíciója stb.

A vállalat a lehetséges helyzetek közül azt vagy azokat választja, amely(ek) adottságainak a marketingcéloknak leginkább megfelelnek. Arculatát a vállalat a megcélzott szegmens, vagy szegmensek elérésére figyelemmel alakítja ki. A pozicionálás magába foglalja a pozicionálási szempontok meghatározását és a pozíció tényleges kiépítését.

A **pozicionális szempontok meghatározásánál** törekedni kell arra, hogy meghatározzuk:

- melyek a potenciális versenylőnyök, amelyekkel rendelkezünk
- melyik a legnagyobb versenylőny, amit biztosítani tudunk

A potenciális versenylőnyt mindig a vállalat versenytársaihoz viszonyítva kell megállapítani.

A versenylőnyök megjelölésére, szemléltetésére alkalmas az ár és minőség együttes pozicionálása. Eszerint lehetséges:

- magas árszínvonal magas minőségi színvonallal,
- alacsony árszínvonal magas minőségi színvonallal,
- magas árszínvonal alacsony minőséggel,
- alacsony árszínvonal alacsony minőségi színvonallal.

Nyilvánvaló, hogy a pozicionálás lehetősége behatároltak, hiszen a magas árszínvonal – alacsony minőséggel – a hatékony marketing antipéldája. A magas minőség biztosítása alacsony árszínvonallal nyilvánvalóan nem lehet gazdaságos hosszú távon.

22. ábra: Minőség – Ár mátrix

Minőség	Ár		
	Alacsony	Közepes	Magas
Alacsony	„Bóvli”	Gyenge minőségű termék	Átverés
Közepes	Gazdaságos termék	Átlagos termék	Drága termék
Magas	Kiváló vétel	Jó minőségű termék	Exkluzív termék

A **pozíciók tényleges kiépítése** a választott pozicionálási szempontok kifejlesztését, márkázást, az árjelzők alkalmazását és a versenylőny tudatosítását eredményezi a vevőben. A vállalkozásnak döntenie kell arról is, hogy ezeket hogyan tudatosítja vevőiben.

A marketingben az olyan versenylőny, amelyet nem hoznak hatékonyan a fogyasztók tudomására, nem ér semmit, gyakorlatilag nem létezik. Lényegében a fogyasztók meghódítására egységesen, egy és ugyanazon módon törekedhetünk, de próbálkozhatunk azzal, hogy a különböző fogyasztói rétegeket – sajátosságaiknak megfelelően – más és más marketingeszközökkel befolyásoljuk.

Differenciálatlan tömegmarketingről akkor beszélünk, ha egy meghatározott cég minden terméke vonatkozásában egy és ugyanazon arculat, egy és ugyanazon tulajdonság vagy szlogen alkalmazása révén tudatosul a fogyasztókban. Ilyen például a Marlboro cigaretták westernfigurás reklámja, amely szinte mindig ugyanaz: Marlboro Country, cowboyokkal (piros ing, hófehér kalap és más műtermi kellékek). Differenciálatlan vagy tömegmarketing esetében a vállalat valamennyi termékét ugyanolyan módon kínálja valamennyi potenciális vevőjének.

Ezt a megközelítést nem szabad lebecsülni, mert kiválóan alkalmas bankok, vállalkozások és cégek jó hírnevének megalapozására, továbbá egy termék népszerűsítésére.

Egy-egy termék népszerűsítésére is kiválóan alkalmas ez a megközelítés. Ennek megfelelően minden Stollwerk (10 dekás táblás) csokoládé borítója rózsaszínű, a Suchard csokoládék lilák.

A **differenciált marketinget** alkalmazó vállalat a piac több szegmensét szolgálja ki, különböző szlogeneket, árjelzőket és csomagolást alkalmaz a különböző termékekre. Ez a marketingmódszer költségesebb, de az egyes termékek értékesítése szempontjából hatékonyabb. Ezt a módszert célszerű alkalmazni tartós fogyasztási cikkek különböző típusai esetén.

Például a Regault cég különböző típusú kocsijait más szlogenekkel reklámozta 1996-ban:

- „Renault Mégane” supermodern új középkategóriás autó
- „Önök”, „Néked” – kékben és sárgában (mindkettő óriásplakát),
- „Renault 19-es” modell – középkategóriás modell (óriásplakát)
- „Keresse meg a rejtett hibákat”,
- „Renault Clio” – kiskocsi
- „Végre egy autó az egész családnak”,
- „Renault Laguna” – igényes autó nagyvállalkozóknak
- „A fény ereje” (óriásplakát).

A **koncentrált marketinget** alkalmazó vállalat erőfeszítéseit a piac egy nagyobb (kiválasztott) szegmentumára összpontosítja. A cég igazi tudora lesz a megcélzott piacnak, azonban nagy kockázatot vállal egyrészt a fogyasztók elhidegölése, másrészt a versenytársak támadásai miatt.

Meghatározó szerepet játszik az adott termék sikeres pozicionálásában a kérdéses vállalat **márkapolitikája**. A **márka** név, reklámszöveg, jelzés, jel, ábra vagy forma, amelynek funkciója az áruk vagy szolgáltatások és ezek gyártóinak, forgalmazóinak megkülönböztetése a versenytárustól. A **védjegy** olyan jogi oltalomban részesülő (lajstromozott) megjelölés, amely alkalmas áruk és szolgáltatások más áruktól és szolgáltatásoktól való megkülönböztetésére (Tattay, 1995).

A márka és annak speciális fajtája a védjegy telepítése az adott termékre maximálisan elősegítik az értékesítést. Bizonyos szakterületek kifejezetten védjegygigényesek (pl. gyógyszerek). Ez a tendencia érvényesül az élelmiszeriparban (édesipar, söripar, szeszipar), a háztartási vegyiparban (mosószer), a kozmetikai iparban.

3. A marketingmix elemei

A fogyasztói igények felmérése, a piac kiválasztása és a pozíció meghatározása után ki kell alakítani a fogyasztói szükségletek kielégítésének módját. Ezt a marketingtevékenységet nevezzük **marketingmix**nek.

A marketingmix a különböző marketingtényezők kombinációja. Mit értünk marketingtényezőn? A legkezdetlegesebb vállalkozások (pl. fagyraltozó, kocsmá) indítása is megköveteli annak elemzését, hogy

- mit adok el, mi a **termék** (*Product*),
- milyen áron tudom eladni (*Price*),
- hol tudom eladni (üzletben, mozgóárusítással stb.), vagy éppen exportra irányuló értékesítési tevékenységgel, mi tehát az értékesítési csatorna (*Place*),
- hogyan tudom a vevőimet befolyásolni, azaz hogyan juttatom el az információt a meglevő vállalkozásról, ezt nevezzük **piacbefolyásolásnak** vagy kommunikációnak (*Promotion*).

A marketingtényezők angol elnevezéseinek kezdőbetűje miatt a marketingmixnek ezt a formáját 4P-rendszer néven hívják. A 4P rendszer a marketing legfontosabb funkcióit, versenyesszközeit foglalja magába.

A marketing rendszere lényegében három részből tevődik össze, amely három koncentrikus kör formájában képzelhető el:

- vevő, fogyasztó, célcsoport,
- a vállalat által ellenőrizhető eszközök (4P rendszer)
- a vállalat által nem, vagy korlátozottan ellenőrizhető tényezők,

Mindezeket összefoglalóan marketingkörnyezetnek nevezhetjük.

A 4P-rendszer elvi megközelítést jelent. Egyes szerzők az 5P-rendszeréről beszélnek és a marketing alapvető versenyesszökeeként ismerik el a személyes eladás (*Personal Selling*) intézményét is. A multinacionális vállalatok marketingrendszere a 6P-rendszerévé bővül. Ide sorolják be a politika (*Politic*) tevékenységét, továbbá a tágabb környezettel való kapcsolattartást (*Publicity* = sajtó, közönségkapcsolat).

Nézzük meg közelebbről a 4P rendszerét alkotó alapvető stratégiai eszközöket!

Termék (Product)

„Termék mindaz, amit a piacon igények és szükségletek kielégítésére fel lehet használni.” [Kotler (2001)] A termék tehát csak annyiban érdekel bennünket, hogy milyen mértékben képes fogyasztói szükségleteket kielégíteni. Ezért a termékpolitika is e cél kiszolgálását jelenti. A *termékpolitikának* három dimenziója van [Chikán (2023)]:

- a termékszerkezet kiválasztása
- a termék életciklusának kezelése
- a termék bemutatása

A termékszerkezet meghatározása vertikálisan és horizontálisan is történhet. A vertikális megközelítés a termékcsoponton belüli választékra, a horizontális megközelítés a vállalati termékcsoporthok közötti megkülönböztetésre vonatkozik.

A termékéletciklust (lásd a II. fejezetet) a szükségletek életciklusa és a technológiai fejlődés határozzák meg. A termék különböző életszakaszai más-más marketingmódszereket követelnek meg, melyeket már az előző fejezet kapcsán taglaltunk.

A termék bemutatása azt jelenti, hogy a vevőt teljeskörűen informáljuk mindarról, ami számára egyértelműen megkülönbözteti a terméket a versenytársak termékeitől. A megkülönböztetés területei az alábbiak lehetnek:

- termékminőség
- terméktulajdonságok, választék
- termékszolgáltatások
- márka
- címke
- csomagolás
- egyéb szolgáltatások.

Ár (Price)

A vállalati árpolitika arra irányul, hogy a termék árát mind a vállalati ráfordítások, mind pedig a piaci kereslet figyelembevételével állapítsák meg. A vállalati árpolitikának főbb szakaszai a következők [Kotler (2001)]:

- Árképzési célok kiválasztása
- Kereslet meghatározása
- Költségbecslés
- Versenytársak árainak elemzése
- Árképzési módszer kiválasztása
- Végso ár meghatározása

Az árpolitikai célok sokfélék lehetnek, és mindegyik más eszközöket igényel. Csak felsorolásszerűen az árpolitikai célok [Chikán (2023)]:

- Túlélés (az árak a költségek alá is csökkenhetnek a fogyasztók megőrzése érdekében)
- Profitmaximalizálás (vállalat alapvető céljával van összhangban)
- Árbevétel maximalizálása (kereslet ismeretét feltételezi)
- Befektetésarányos nyereség (az árképzést egy előre meghatározott norma alapján végzik)
- Forgalomnövekedés (árérzékeny piacon árcsökkenéssel)
- Piaci részesedés növelése (versenyhelyzetben árcsökkenéssel)
- Piac lefölözése (új termék lehető legmagasabb áron)
- Helyzetfenntartó árazás (stabil árak, „árvezető” vállalat követése)
- Vezető termékminőség (tartósan magas ár a K+F fedezésére)

A kereslet elemzése piackutatáson keresztül valósul meg. Ennek eredményei segítségével becsüli meg a vállalat a termékei iránt megnyilvánuló kereslet nagyságát. A költségek nagysága két határ között mozog. Alsó határa a fedezeti költség szintje (lásd az előző fejezetet), felső határa pedig a fizetőképes kereslet által meghatározott. A versenytársak árainak megismeréséhez szintén a piackutatás eszközéhez kell folyamodnia a vállalatnak. Számítani kell azonban arra is, hogy árképzésünk a versenytársakból ellenreakciókat válthat ki.

Az árképzési elveknek három alapvető típusát különböztetjük meg:

- költségalapú árképzés (a termék előállítási költségeihez hozzáadunk egy előre meghatározott (%) kulccsal kiszámított pótlékot)
- keresletalapú árképzés (a keresletből indul ki, a kereslet árrugalmassága segítségével határozza meg a legnagyobb nyereséget biztosító árat)

- versenytárs alapú árképzés (az árszintet a versenytársak árai alapján határozza meg a cég)

A végleges ár kialakítása hatékonyan – a fent leírtakon túlmenően – csak a marketingmix többi elemével összhangban történhet.

Értékesítési csatorna (Place)

Az értékesítési (marketing)csatorna feladata abban foglalható össze, hogy segítségével jut el a termék a gyártótól a fogyasztóig. A két végpont közé különböző közvetítők ékelődhetnek, melyek a csatorna szintjeit jelentik, számuk pedig a csatorna hosszát határozza meg.

23. ábra: A marketingcsatorna szintjei

„0” szintű csatorna	Termelő				Fogyasztó
„1” szintű csatorna			Kiskereskedő		
„2” szintű csatorna		Nagykereskedő	Kiskereskedő		
„3” szintű csatorna		Nagykereskedő	közvetítő (jobber)	Kiskereskedő	

Forrás: Kotler (2001)

A marketingcsatornát alkotó szinteknek többféle folyamatot kell kezelnie és ennek kapcsán a megfelelő funkciókat ellátnia, melyek az alábbiak:

- fizikai folyamatok (szállítás, raktározás)
- tulajdonlási folyamatok (tulajdoni jog átkerülése a termelőtől a fogyasztóig)
- fizetési folyamatok (bankok, pénzintézetek bekapcsolásával a számlák kiegyenlítése)
- információs folyamatok (információk összegyűjtése, rendszerezése és eljuttatása a csatorna összes szintjére)
- eladásösztönzési folyamatok (reklámügynökségek bekapcsolásával a megfelelő kommunikáció kialakítása a vevők meggyőzése érdekében)

A vállalatvezetés feladata, hogy elemezze és kiértékelje az egyes csatornák kialakításával elérhető előnyöket és ezen információk birtokában eldöntse, hogy melyik közvetítő mellett teszi le a voksát. A marketingcsatorna akkor megfelelő,

ha az alábbi szolgáltatásokat a fogyasztók igényei, a termék jellege és az elérhető csatornaszintek figyelembevételével a legmagasabb szinten tudja biztosítani:

- a jellemzően vásárolt tétel nagyság kialakítása
- a várakozási idő csökkentése
- tágas és kényelmes áruehelyezés megvalósítása
- termékválaszték kiszélesítése
- a nyújtott szolgáltatások (szállítás, javítás, stb.) körének kibővítése

A marketingcsatorna típusának kiválasztása után meg kell oldani a csatorna egyes szintjei közötti eltérő érdekek összehangolását. Ennek érdekében különböző motivációs módszerekkel kell rábírn az egyes közvetítőket, hogy a vállalati céloknak megfelelően működjenek.

A bolti kiskereskedelem főbb típusai:

- szaküzlet
- áruház
- supermarket
- diszkontboltok
- szuperáruházak
- katalógus-áruházak bemutatótermei

A bolt nélküli kiskereskedelem főbb típusai:

- közvetlen értékesítés (pl. multilevel)
- direkt marketing (pl. home-shopping, elektronikus vásárlás)
- automaták
- fogyasztási szövetkezet
- franchise szervezetek (lásd az 1. fejezetben)

Piacbefolyásolás vagy marketingkommuniáció (Promotion)

A kommunikáció célja, hogy informálja és – az eladás növelése érdekében – befolyásolja a fogyasztókat. Ezt a tevékenységet a vállalat a promóciós mix segítségével tudja ellátni. A promóciós eszközök az alábbiak:

- reklámozás
- személyes eladás
- eladásösztönzés
- Public relations (PR), közönségkapcsolatok.

A reklám irányulhat egy cég, annak egy termékcsaládja, illetve egy konkrét márka népszerűsítésére. A reklámhordozóknak (rádió, televízió, újság, plakát stb.) fizetni kell a szolgáltatásért. Jellemzője a személytelenség, a nagy nyilvánosság és az átfogó jelleg.

A személyes eladás lényege – ahogy magában a kifejezésben is tetten érhető – a személyes találkozás és meggyőzés. Drága formája a promóciónak, azonban a hatékonysága is nagyobb. Különösen a termelőeszközök piacán, nagyértékű gépek eladásakor van jelentősége. A szolgáltatóiparban pedig gyakran ez az egyetlen mód, hiszen a promóció és az eladás egy aktusban zajlik le (pl. tanácsadás). Általában ügynökök alkalmazásával oldja meg a vállalat ennek kommunikációs eszköznek a gyakorlását.

Az eladásösztönzés kiegészítő jellegű, más promóciós eszközökkel (reklámmal) együtt szokták alkalmazni. Fajtái az áruhoz kapcsolt kuponok, jutalmak, nyeremények, illetve idesorolhatók az egyes árubemutatók is. Hátránya az, hogy a tartós kapcsolatok kialakítására nem alkalmas módszer.

A public relations (PR) tevékenység olyan módszer, melyre ugyan van magyar szakkifejezés (közönségkapcsolat), de mégis az angol terminológiát vette át nemcsak a szakirodalom, hanem a vállalati zsargon is. Célja az, hogy a közvélemény előtt kedvező képet alakítson ki a vállalatról. Ennek érdekében rendezvényeket szerveznek, a vállalat vezetői közszerepléseket vállalnak, a vállalatot bemutató prospektusokat gyártanak és terítenek szét, szponzorokként, támogatóként lépnek fel nemes, illetve közérdekű célok szolgálatában.

A marketingkoncepcióban megfogalmazott elvek, a fogyasztói szükségletek felmérése, e szükségletek minél teljesebb kielégítése a fentiekben részletesen leírt módszerek révén valósulhatnak meg. A marketing azonban csak akkor tölti be teljes mértékben funkcióját, ha tevékenysége végeredményeképpen a vállalati jövedelmezőség is növekedni fog. A nyereségtermelési képesség vizsgálatának módszereit a következő fejezetek tárgyalják.

Kérdések, feladatok

1. Mi módon határozná meg a marketing fogalmát?
2. A marketingtevékenységet milyen koncepciók alapján végezné?
3. Mit értünk szegmentálás alatt? Mindig van értelme szegmentálni?
4. Milyen típusú piaci réseket ismer?
5. Milyen fázisai lehetnek a piackutatásnak? Ezeknek milyen tulajdonsággal kell rendelkezniük?
6. Sorolja fel, és ismertesse a célpiaci marketing szakaszait!
7. Hogyan pozicionálja termékeit egy vállalat az adott piaci szegmensekben?
8. Mi a differenciálatlan tömegmarketing lényege? Mondjon rá aktuális példákat!
9. Magyarázza el és világítsa meg példákkal, hogy mi a különbség a differenciált és a koncentrált marketing között!
10. Mi a marketingmix? Mit jelent a 4P rendszer? Mitől válik 5P-vé és 6P-vé?
11. Mit értünk termékpolitika alatt? Milyen részei lehetnek?
12. Mutassa be a vállalati árpolitika szakaszait, céljait, eszközeit!
13. Ábrázolja a marketingcsatorna oldalait és szintjeit, majd mutassa be őket!
14. Milyen promóciós eszközök vehetők igénybe a fogyasztók befolyásolása érdekében?
15. Ön egy képzeletbeli vállalat tulajdonosa. Találjon ki egy új terméket vagy szolgáltatást és készítse el annak marketingmixét a 4P rendszer segítségével! Mutassa be munkája eredményét!

Felhasznált irodalom

- Chikán A.: *Vállalatgazdaságtan*. Budapest, Akadémia Kiadó, 2023.
- P. Kotler: *Marketing menedzsment*. Budapest, Műszaki Könyvkiadó, 2001.
- Tattay L.: *Védjegyekről vállalkozóknak*. Budapest, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 1995.

4. FEJEZET

BERUHÁZÁST ÉRTÉKELŐ MÓDSZEREK

A piaci lehetőségeink biztatóak, úgy tűnik, van fogadóképes és főleg fizetőképes kereslet vállalkozási ötletünk megvalósításához. Ez azonban még nem elegendő ahhoz, hogy a tevékenység elvégzésébe belefogjunk. Minden vállalkozás csak akkor nyer létjogosultságot, ha segítségével a vállalat értéke, illetve a tulajdonosi vagyon is gyarapodni tud.

A vállalkozás műszaki részlege vagy szakértője meg tudja állapítani, hogy a tevékenység folytatásához milyen jellegű és számú gépek, berendezések beszerzésére van szükség. Annak érdekében, hogy a legjobb minőségű és a legolcsóbb eszközhöz jusson hozzá a vállalat, különböző eladótól kér be ajánlatokat. Különösen nagyértékű beszerzéseknél gyakori az ún. tender-eljárás. Ebben az esetben nyilvánosan meg kell hirdetni az eladóknak szóló felhívást, melyre az elvárásoknak megfelelő cégek lezárt borítékban adhatják be ajánlataikat. Az ajánlatokat egyszerre, egy adott időpontban bontja fel a vállalat vezetősége és értékeli ki azok tartalmát, majd a cég számára legelőnyösebb ajánlatot és céget kiválasztva közzéteszi döntését.

Az ajánlatok bekérése még nem kötelezi a céget semmire, viszont képet kap arról, hogy a konkrét beruházás mekkora anyagi terhet jelent a vállalat számára. Ezt követően azt kell kiszámítaniuk, hogy a gép kapacitását, a piac felvevőképességét figyelembe véve, mennyi termék eladására és ebből mekkora árbevétel realizálására van esély. Az árbevételt azonban csökkenteni kell azokkal a kiadásokkal, melyek a termék előállításához nélkülözhetetlenek, így megkapjuk a termelés nyereségét. Ha a cég megfelelő pénzügyi döntést hoz, akkor a vásárolt eszközök az eredeti ráfordításoknál nagyobb nyereséget eredményeznek, tehát a **vállalat értéke növekszik**.

A vállalat értékét tehát alapvetően az eszközoldali döntések, vagyis a beruházási döntések határozzák meg. A vállalatnak olyan eszközöket kell beszereznie, amelyek működésük során bekerülési értéküknél nagyobb értéket hoznak létre. A jól működő tőke- és pénzpiac mindig finanszírozza a hatékonynak ígérkező

eszközbeszerzéseket [Brealey–Myers (1996)]. A megtérülési számítások megértéséhez előzetesen szükséges további pénzügyi alapfogalmak, úgy mint kamatláb, diszkontláb, tőkealternatívaköltsége stb. mibenlétének tisztázása, amely nélkül a beruházási módszerek nem értelmezhetők.

1. Pénzügyi alapfogalmak

A pénzügyi számítások egyik alaptézise, hogy egységnyi mai pénz többet ér, mint egységnyi jövőbeni pénz, mert a mai pénz befektethető, kamatozik [Bélyácz (2007)].

A **kamatláb** a befektetés révén keletkező többletet, amely egy adott időszak – általában 1 év – elteltével a befektetett összeget növeli, a folyósítás összegére, vagyis a kamatfizetési periódus nyitóállományára vetíti, ennek százalékában fejezi ki.

A pénzügyi számítások során különbséget kell tenni a *kamatos kamatozás és az egyszerű kamatozás* között. A kamatos kamatozás azt jelenti, hogy minden kifizetett kamat újra befektetésre kerül, és ez a következő időszakban többletkamatot eredményez. Az egyszerű kamatozás esetén ez nem biztosított. A különbség a kétféle kamatozás között az első időszakban elhanyagolható, de a későbbi időpontokban jelentőssé válik. (A pénzügyi számítások során alapvetően kamatos kamatot értünk a kamatozáson.)

A kamatok újrabefektetési lehetősége miatt nem hagyható figyelmen kívül a *kamatfizetés gyakorisága*. A kamatfizetés gyakoriságát is számításba véve a tényleges évi kamatláb a következő képlettel határozható meg:

$$r_t = \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1$$

ahol:

r_t = tényleges kamatláb

r = a meghirdetett kamatláb (1 évre vonatkozóan)

m = a kamatfizetés gyakorisága

Példa: A befektetett összeg legyen 100.000,-Ft, a meghirdetett kamatláb 20%.

- Mekkora összeget kap a befektető egy év elteltével?
- Mekkora összeget kap a befektető egy év elteltével, ha a kamatokat negyedéves gyakorisággal fizetik, de a befektető a kamatokat nem veszi fel, hanem újra befekteti?

Megoldás:

- a) $100.000 \times (1 + 0,2) = \mathbf{120.000,-Ft}$ egy év elteltével a kapott összeg.
- b) $100.000 \times (1 + 0,2/4) = 105.000,-Ft$ lenne a kapott összeg az első negyedév végén, de nem vesszük ki a pénzünket, hanem újra befektetjük:
 $105.000 \times (1 + 0,2/4) = 110.250,-Ft$ lenne a kapott összeg a második negyedév végén,
 $110.250 \times (1 + 0,2/4) = 115.762,5,-Ft$ lenne a kapott összeg a harmadik negyedév végén,
 $115.762,5 \times (1 + 0,2/4) = \mathbf{121.550,62,-Ft}$ lesz a kapott összeg a negyedik negyedév végén.
 $100.000 \times (1 + 0,2/4)^4 = 100.000 \times 1,2155062 = \mathbf{121.550,62,-Ft}$ a kapott összeg egy év elteltével, ha a fenti képlettel számolunk.

Megkülönböztetünk **nominál-, és reálkamatláb**at. A nominál, magyarul névleges meghirdetett kamatláb és a reálkamatláb közötti összefüggés – **ha elég alacsony az inflációs ráta** – az alábbi módon írható le.

$$r = i - p$$

ahol:

r = reálkamatláb

i = nominálkamatláb

p = inflációs ráta

Vagyis a reálkamatláb *megközelítőleg* a nominálkamatláb és az inflációs ráta különbsége.

Az összefüggést Irwing Fisher állapította meg, az $r = [(1+i) / (1+p)] - 1$ képletből levezetve [Brealey–Myers (1996)]

A **diszkontálás** a kamatos kamat számítási eljárásnak lényegében a fordított művelete, ugyanis diszkontáláskor arra vagyunk kíváncsiak, hogy mekkora összeget kellene befektetnünk ma ahhoz, hogy a jövőben egy meghatározott nagyságú pénzmennyiséget kapjunk.

A **diszkontláb** a befektetés révén keletkező többletet a törlesztésre, azaz a kamattal megnövelt záróállományra vetíti. Az eltérő vetítési alap miatt a diszkontláb mindig kisebb a kamatlábnál.

A diszkontáláshoz felhasznált hozamot, *megtérülési rátát* *diszkontrátának* nevezzük. A **diszkonttényező** kifejezhető a diszkontráta függvényében:

$$DF = \frac{1}{1 + r}$$

ahol:

DF = diszkonttényező

r = megtérülési ráta, hozam

Példa: Egy év múlva 120.000,-Ft-ra lesz szükségünk, a piaci kamatláb 20%.

- Mekkora összeget kell ma befektetnünk ahhoz, hogy egy év elteltével 120.000,-Ft-unk legyen?
- Mekkora a diszkonttényező?
- Hogyan számítjuk ki a növekmény értékét a nyitó állományból illetve a záró állományból kiindulva?

Megoldás:

- $120.000 / 1,2 = \mathbf{100.000,-Ft}$ -ot kell ma befektetnünk.
- $1 / 1,2 = 0,834$ vagy $100.000 / 120.000 = \mathbf{0,834}$ a diszkonttényező értéke.
(Az a) feladat megoldása a diszkonttényező felhasználásával:
 $120.000 \times 0,834 = 100.000,-Ft$)
- Növekmény: $120.000 - 100.000 = 20.000$
Nyitó állományból: $100.000 \times 0,2 = 20.000$ (20%: kamatláb)
Záró állományból: $120.000 \times 0,167 = 20.000$ (**16,7%**: diszkontláb)

A **kamatláb és a diszkontláb közötti összefüggés** az alábbi képletek segítségével világítható meg:

Ha C_0 a nyitóállomány, C_1 a záróállomány, r a kamatláb és d , a diszkontláb, akkor:

$$r = (C_1 - C_0) / C_0$$

$$d = (C_1 - C_0) / C_1$$

$$C_1 = C_0 * (1+r)$$

$$d = r / (1+r)$$

Felmerül a kérdés, hogy mekkora legyen az a hozam, mellyel kamatolási, illetve diszkontálási műveleteket végzünk. Hogyan határozható meg a befektetés hozamának optimális szintje?

A befektetési döntések központi kérdése tehát a befektetéssel elérhető hozam mértéke. Ha az elért pénznövekményt a befektetett pénzmennyiséghez viszonyítjuk, akkor a befektetés hozamát kapjuk, vagyis azt, hogy egységnyi befektetett tőkére átlagosan mekkora nyereség jut. Jelölésére az r betűt használjuk.

Az a pozitív összeg, amelyet nyereségként könyvelhetünk el, pénzünk időleges átengedésének „jutalma”. A pozitív hozamú lehetőségek között a szerint vá-

lasztunk, hogy melyikkel érhetünk el nagyobb jövedelmezőséget. Minden egyes befektetés melletti döntés azonban egyidejűleg más befektetésről való lemondást jelent. Ha tehát egy adott befektetést megvalósítunk, akkor értelemszerűen az alternatív lehetőségeket elvetjük, ami azt jelenti, hogy azok hozamairól is le kell mondanunk. Az alternatív befektetési lehetőségekkel elérhető hozamértéket nevezzük a **tőke alternatívaköltségének**.

Milyen tényezők befolyásolják a tőke alternatívaköltségét? A pénzügyi modellek tökéletes tőkepiacot, tökéletes informáltságot feltételeznek, így az elvárt hozamnak, vagyis a tőke alternatívaköltségének meghatározó változói két tényezőre szűkülnek le: a befektetéssel járó **kockázat és az idő** faktoraira.

Hogyan függ a hozam az időtávtól? Hosszabb időszakra természetes, hogy összességében nagyobb többletnyereséget várunk el, hiszen minél tovább engedem át a pénzemet, annál tovább gyümölcsozik a befektetésem. Hosszú távú befektetéseknél azonban nemcsak a teljes hozamra vonatkozóan, hanem az éves hozamot illetően is magasabbak az elvárásaink, mint a rövidtávú befektetéseknél. Ennek oka egyrészt az, hogy a jövőbeni gazdasági környezetről, kilátásokról már csak hozzávetőleges becsléseink lehetnek, tehát befektetésünk kockázatosága az időtáv kitolódásával növekszik. Másrészt pedig annak is nagyobb a valószínűsége, hogy olyan befektetési lehetőségek merülnek fel időközben, amelyeket csak azért nem tudunk kiaknázni, mert pénzünket lekötöttük.

Kockázat és hozam kapcsolatát az ún. **CAPM-modell** segítségével mutatjuk be. A befektetőnek alapvetően két kockázati tényezővel kell szembenéznie. Az egyik az ún. *egyedi kockázat*, amely magából a tevékenység jellegéből, az adott társaság gazdálkodásából fakad. Ez a kockázati elem azonban diverzifikációval (több, eltérő kockázatú befektetési lehetőség között oszlik meg a teljes befektetendő összeg) csökkenthető, hiszen az ún. „többlábon állás” hatásaként az összbefektetés kockázata mérsékelhető [Brealey–Myers (1996)].

A másik kockázati elem a *piaci kockázat*, amely a gazdaságban végbemenő konjunkturális változásokkal, piaci mozgásokkal összefüggésben érinti a befektetőt. Ez a kockázati tényező diverzifikációval nem szüntethető meg. A piaci kockázat iparáganként, szakmánként eltérően alakul, de a befektető ennek vállalása fejében plusz hozamot, ún. kockázati díjat, prémiumot vár el. A *kockázati díj* a piaci hozam és a kockázatmentes hozam különbségeként határozható meg. Nagysága pedig attól függ, hogy mennyi az adott befektetés piaci kockázata. Az értékpapírpiacra a piaci kockázat mérésére a β -t használják, amely azt mutatja meg, hogy az értékpapír árfolyama milyen érzékenyen reagál a piaci mozgásokra.

A befektetők általában a magas várható hozamot és az alacsony kockázatot szeretik (kockázatelutasító magatartás). A befektető tehát két azonos kockázatú

befektetés közül azt fogja választani, amelyiknek nagyobb a hozama. A hatékony piacokon erős tendencia mutatkozik az azonos kockázattal járó befektetések jövedelmezőségének kiegyenlítésére.

A tőkejavak árazási modellje az ún. **CAPM** (*Capital Asset Pricing Model*) összefüggést állít fel valamely értékpapír várható hozamának a piaci kockázat függvényében történő meghatározására [Brealey–Myers (1996)].

$$r = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta$$

ahol:

r	a kérdéses értékpapír várható hozama
r_m	a piaci portfólió átlagos hozama
r_f	kockázatmentes hozam
$r_m - r_f$	kockázati prémium
β	a piaci kockázat mérőszáma

A kockázatmentes hozam olyan fix kamatjövedelem, amely esetében az értékpapírt kibocsátó személye garanciát jelent arra, hogy a kamatfizetés nem marad el (pl. állampapír). A tőkejavak árazási modelljének tesztelésére alkalmazzák az aktuális, azaz a mindenkor érvényes tényleges hozamot.

A jelenérték definíciójának megfogalmazásakor tehát két fontos alaptételből kell kiindulnunk.

1. Egységnyi mai pénz többet ér, mint egységnyi jövőbeni pénz. (A pénz időértéke szabály.)
2. Egységnyi biztos pénz értékesebb, mint egységnyi kockázatos pénz.

A jelenérték-számítás jelentőségét abban foglalhatnánk össze, hogy mindent jelenbeli pénzben fejez ki, így segítségével a különböző időszakaszokban jelentkező pénzáramlások összeadhatóvá válnak.

A jelenérték (*Present value - PV*), ha az elvárt hozam r , az egy év múlva esedékes pénzáramlás C , az alábbi képlettel számítható ki:

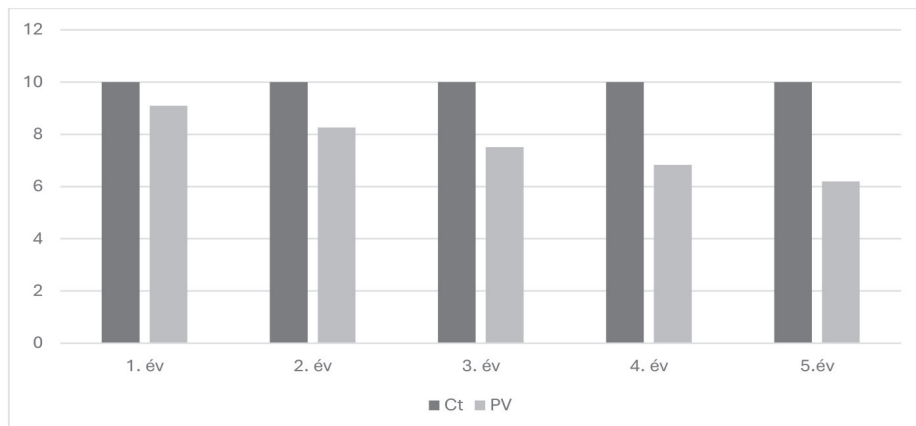
$$PV = \frac{C}{1 + r}$$

A jelenérték tehát nem más, mint a jövőben várt pénzáramok diszkontált értéke. Ha ugyanezt a C összeget csak t év múlva kapjuk meg, akkor ennek jelenértéke:

$$PV = \frac{C_t}{(1 + r)^t}$$

A képlet alapján is látható, hogy a $(t+1)$ -ik időpontban megkapott pénzek jelenértéke kisebb, mint a t -ik évben meglévő, így az azt követő $(t+1)$ -ik évben is befektethető pénzek jelenértéke. Ezt a tulajdonságot nevezzük a fent már említett pénz időértékszabálynak.

24. ábra: 5 éven keresztül keletkező évi 10 000,- Ft nagyságrendű pénzáram (C_t) jelenértékei (PV) $r = 10\%$ -os diszkontráta mellett



Forrás: saját szerkesztés

2. Beruházási döntési módszerek

Annak eldöntésére, hogy a vállalati vezetés számára nyitott beruházási lehetőségek közül melyek azok, amelyek a vállalat értékének növekedése szempontjából a legmegfelelőbbek, az alábbi módszerek állnak a pénzügyi vezető rendelkezésére. Az alábbiakban olyan döntési szituációt tételezünk fel, amikor erőforráskorlátok nem szűkítik le a beruházási alternatívák közötti választási lehetőségeket. (Külön fejezetben foglalkozunk az erőforráskorlátos döntési helyzettel.)

A megtérülési idő módszere:

Megtérülési időn azt az években kifejezett időtartamot értjük, amely ahhoz szükséges, hogy a tőkebefektetés a vele elérhető bevételekből, hozamokból *egyszer* megtérüljön.

$$\text{Megtérülési idő} = \frac{\text{A beruházási kiadás nagysága}}{\text{Az összes jövőbeni nyereség (jelenértéke)}} * \text{optimális időszám}$$

Példa: Egy gép beszerzése 1.200.000,-Ft-ba kerül. A gép 10 éven keresztül üzemképes, vagyis 10 év alatt amortizálódik le. A gép működtetésével 5 év alatt összesen, jelenértékben 2.400.000,-Ft nyereség érhető el. Az optimális időtávot 5 évben maximálta a döntéshozó.

Megoldás: A képlet felhasználásával. a beruházás megtérülési ideje:
 $5\text{év} \cdot (1.200.000,-\text{Ft} / 2.400.000,-\text{Ft}) = 2,5 \text{ év}$. A beruházás 2,5 év alatt megtérül.

A megtérülési idő módszere a befektetés kockázatának mérlegelését helyezi előtérbe. Ez azt jelenti, hogy minél nagyobb a befektetés kockázata, a befektetők annál hamarabb akarják a pénzüket viszontlátni, a beruházási alternatívák közötti döntésüket tehát a megtérülési idő hossza befolyásolja elsősorban.

A módszer – habár viszonylag egyszerű a számítása – sok mindent figyelmen kívül hagy. Így például nincs tekintettel az optimális megtérülési idő után keletkező hozamokra. Szubjektivitást visz a módszer kivitelezésébe, hogy a minimálisan elfogadható megtérülési idő meghatározását a döntéshozóra bízza.

Belső megtérülési ráta (IRR) módszere:

Egy beruházás belső megtérülési rátája az a hozam, amelyet – adott időszak alatt – pénzünk befektetésével elérünk. Ha ezzel a hozammal diszkontálnánk a beruházás jövőbeni pénzáramlásait, akkor a befektetett tőke jelenlegi értékéhez jutnánk. Másképpen fogalmazva, az IRR (*Internal Rate of Return*) mutató megegyezik azzal a diszkontrátával, amely mellett a ráfordítások és a bevételek jelenértékei kiegyenlíthetik egymást.

Két beruházási lehetőség közül azt kell választanunk, amelynek magasabb a belső megtérülési rátája. Az elvárt követelmény ennél a módszernél az, hogy az új beruházás legyen jövedelmezőbb, mint az eddig elért átlagos jövedelmezőség. Más megközelítéssel a belső kamatláb legyen nagyobb, mint a kalkulatív kamatláb. (Kalkulatív kamatlábon a korábban elért átlagos jövedelmezőségi rátát értjük.) A belső megtérülési ráta határértéke a tőke alternatívaköltsége, vagyis az a hozam, amelyet a piacon más befektetésekkel el lehet érni.

Az IRR kiszámításánál egy magasabb fokú egyenletet kell megoldani, ami azt jelenti, hogy több megoldás is adódik, ami nehezíti a jó döntés meghozatalát.

Példa: Beruházás összege: 1000.000,-Ft. Éves eredmények:100, 200, 300,300,300,200,-eFt. Alternatív befektetés hozama:10 %. Megéri-e a beruházást megvalósítani?

Megoldás:

$$\frac{100}{(1+IRR)^1} + \frac{200}{(1+IRR)^2} + \frac{300}{(1+IRR)^3} + \frac{300}{(1+IRR)^4} + \frac{300}{(1+IRR)^5} + \frac{200}{(1+IRR)^6} = 1000$$

Ha $IRR \geq 10\%$, akkor érdemes a beruházást megvalósítani

Jövedelmezőségi index (PI módszere):

A jövedelmezőségi index (*Price index*) mutató – döntési hatékonyság szempontjából – félúton helyezkedik el a belső megtérülési ráta és a következőkben bemutatásra kerülő nettó jelenérték mutató között. Azt számolhatjuk ki vele, hogy egységnyi befektetés a teljes időszak alatt mekkora jelenértékű pénzáramlást biztosít. Nevezik nyereség/költség hányadosnak is.

$$PI = \frac{PV}{C_0}$$

(A jelölések értelmezését lásd a fentiekben!)

Két beruházás közül azt kell preferálni, amelyiknél magasabb jövedelmezőségi index mutatható ki. A jövedelmezőségi index szabály szerint minden olyan beruházás, amelynek a jövedelmezőségi indexe nagyobb 1-nél, elfogadható. (Ha pontosan 1 a jövedelmezőségi index értéke, akkor a jövőbeni nyereségek éppen fedezik a jelenbeli kiadásokat.)

Könyvszerinti érték átlagos hozam módszere:

Ebben az esetben az egymást kölcsönösen kizáró beruházások rangsorolásához kiszámítjuk a beruházás átlagos nettó könyvszerinti értékét és az átlagos éves eredményt.

$$\text{A könyvszerinti átlaghozam} = \frac{\text{Átlagos éves eredmény}}{\text{A beruházás átlagos nettó könyvszerinti értéke}} = \dots\%$$

A beruházás akkor elfogadható, ha az így számított könyvszerinti átlaghozam nagyobb a vállalat által elvárnál.

A könyvszerinti értékeken történő kalkuláció – éppen azért, mert nem piaci kategóriákra épül – nem játszik igazán jelentős szerepet a beruházási döntési eljárásokban.

A nettó jelenérték (NPV) módszere:

Egy beruházás nettó jelenértékén (*Net Present Value*) a beruházás jövőbeni, várható pénzáramlásainak jelenértéke (PV) és a szükséges befektetés értékének (Co) a különbségét értjük.

$$NPV = PV - Co$$

A beruházások rangsorolásakor a nagyobb nettó jelenértékű beruházás minősül előnyösebbnek. A nettó jelenérték határértéke zérus, ugyanis ha az NPV értéke nulla, akkor a kalkulatív kamatlábbal diszkontált jövőbeni hozamok jelenértéke éppen megegyezik a beruházás költségeivel, vagyis a befektetésünk nem növelte a vállalat értékét. A pozitív nettó jelenértékű beruházásokat viszont el kell fogadni, hiszen a befektetéskor feláldozott összeghez képest nagyobb jelenlegi pénzmennyiséget nyerünk.

Miért jobb a nettó jelenérték-szabály alkalmazása a beruházási döntések meghozatalakor, mint a többi, korábban felsorolt módszer?

1. Az NPV-szabály figyelembe veszi, hogy a mai pénz többet ér, mint a jövőbeni pénz, hiszen a ma rendelkezésünkre álló összeg befektethető valamibe és kamatjövedelmet hoz. Vagyis mindazok a módszerek, amelyek nem veszik figyelembe a pénz időértékét, nem megalapozottak.
2. A nettó jelenérték csak a beruházás megvalósításából származó pénzáramlásoktól és a tőke alternatívaköltségétől függ. Minden olyan befektetési kritérium, amelyre hatással van a döntéshozó többé-kevésbé szubjektív véleménye, a vállalat választott számviteli rendje, a vállalat tevékenységeinek átlagos jövedelmezőségi szintje stb. szükségképpen torzított képet ad a beruházási döntés meghozatalához.
3. Mivel a jelenértéket mindig ma esedékes pénzben mérjük, ezért a különböző időpontokban keletkezett pénzáramlások jelenértékei összeadhatókká, illetve összehasonlíthatóvá válnak. Ennek az összeadhatósági (additív) tulajdonságnak köszönhetően több, együttesen megvalósítandó beruházási program értékelése is lehetővé válik. A többi döntési módszer viszont nem rendelkezik ezzel a tulajdonsággal.

Példa: Egy gazdasági társaság két, egymást kölcsönösen kizáró, azonos kockázatú beruházási tervvel rendelkezik. A két beruházási terv pénzáramai a következőképpen alakulnak:

Évek sorszám	Beruházási kiadások		Beruházás hozamai	
	„A”beruházás	„B”beruházás	„A”beruházás	„B”beruházás
1.	24000	24000	0	0
2.	6845	6845	0	0
3.			12000	6000
4.			12000	8000
5.			10000	9000
6.			10000	15000
7.			10000	12000
8.			8000	12000
Összesen:	30845	30845	62000	62000

Számítsa ki az egyes változatok nettó jelenértékét, ha a tőke alternatívaköltsége 20%!

(Vegyük észre, hogy a két beruházás összes ráfordítása, illetve összes jövőbeni nyeresége egyenlő!)

Megoldás:

A nettó jelenérték képlete alapján kiszámítjuk az egyes beruházások NPV -jét.

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

$$NPV(A) = \frac{24000}{1,2^1} + \frac{845}{1,2^2} + \frac{12000}{1,2^3} + \frac{12000}{1,2^4} + \frac{10000}{1,2^5} + \frac{10000}{1,2^6} + \frac{10000}{1,2^7} + \frac{8000}{1,2^8} =$$

$$= -20.000 - 4.753 + 6.944 + 5.788 + 4.019 + 3.349 + 2.792 + 1.861 = 0$$

$$NPV(B) = \frac{24000}{1,2^1} + \frac{6845}{1,2^2} + \frac{6000}{1,2^3} + \frac{8000}{1,2^4} + \frac{9000}{1,2^5} + \frac{15000}{1,2^6} + \frac{12000}{1,2^7} + \frac{12000}{1,2^8} =$$

$$= -20.000 - 4.753 + 3.472 + 3.858 + 3.617 + 5.025 + 3.349 + 2.791 = -2.641$$

Vagyis a két beruházás közül csak az „A”-t szabad megvalósítani, de az „A” beruházás sem hoz a tőkealternatívaköltségénél nagyobb hasznot, hiszen a beruházás IRR-je éppen a kalkulatív kamatlábbal (a tőkealternatívaköltséggel) egyezik meg.

A beruházást gyakran korlátozott erőforrások mellett kell megvalósítani. Korlátozott erőforrások mellett beruházási döntéseket nem lehet egyszerűen a pozitív nettó jelenérték-szabály alapján meghozni, hisz nemcsak a beruházás hatékonysága, hanem a rendelkezésre álló finanszírozási források szűkössége is

befolyásolja a döntéshozót. A szűk kapacitást leggyakrabban a tőkekorlát jelenti. Megkülönböztetünk „puha” és „kemény” tőkekorlátot. „Puha” tőkekorlát esetén a vállalkozás rendelkezik ugyan annyi tőkével, hogy a tervbe vett beruházásait meg tudja valósítani, de maguk a pénzügyi vezetők állítanak fel bizonyos korlátokat annak érdekében, hogy a pénzügyi folyamatok kézben tartsák.

A „kemény” tőkekorlát azt jelenti, hogy a tőke szűkösen áll rendelkezésre. Ilyen esetben a vállalatnak pozitív nettó jelenértékű projekteket is el kell vetnie, vagy nagy erőfeszítéseket kell tennie ahhoz, hogy többletforrásokhoz jusson hasznót ígérő beruházásainak megvalósításához.

Tőkehiányos beruházási döntések meghozatalakor a jövedelmezőségi index használata nyújthat segítséget. A PI ugyanis arra ad feleletet, hogy a beruházáskor szükséges tőke egy egységére jutó nettó nyereség mennyi, illetve melyik beruházási változat esetén maximális.

(Forráshiány esetén éppen arra fektetjük a hangsúlyt, hogy minél többet hozzunk ki egy-egy beruházásból.)

Az is elképzelhető, hogy nemcsak a beruházás első évében, hanem a későbbiek során is szembe kell néznie a vállalatnak a tőkekorlát problémájával. A jelenlegi beruházások további beruházásokat indukálnak, és ezek a vállalat tőkekorlátiba ütköznek. Ilyen esetben lineáris programozási feladat megoldásával kapunk választ beruházási dilemmáinkra.

A fent bemutatott módszerek valamelyikének alkalmazásával tehát megállapítható, hogy vállalkozási ötletünk – mely a piacon pozitív fogadtatásra számíthat – megvalósítása esetén vagyunk gyarapodik-e vagy sem. A tőkekorlátok megjelenése a beruházási döntések meghozatalakor pedig már előre vetíti a vállalkozás vezetőjének következő kötelezettségét: a pozitív nettó jelenértékű beruházás létrehozásához megfelelő – olcsó – finanszírozási forrást kell találnia.

Kérdések, feladatok

1. Mi az összefüggés a kamatláb és a diszkontláb között?
2. Mi az összefüggés a nominál- és a reálkamat között?
3. Számítsa ki a tényleges kamatlábát annak a kamatozó értékpapírnak, melynek éves meghirdetett kamatlába 18%, a kamatfizetésre pedig negyedévente kerül sor!
4. Mi az a diszkonttényező?

5. Válaszoljon arra a kérdésre, hogy megéri-e azt a beruházást megvalósítani, melynek egyszeri ráfordításigénye 14 millió Ft és 4 éven keresztül évi 4 millió Ft eredményt termel. (A kalkulatív kamatláb 18%!)
6. Hogyan határozná meg a belső megtérülési ráta fogalmát?
7. Mit mond ki a belső megtérülési ráta szabály?
8. Mit nevezünk a tőke alternatívaköltségének, és milyen más megnevezésekkel hivatkozunk még ugyanerre a fogalomra?
9. Hogyan függ a megtérülési ráta nagysága az időtávtól tökéletes piac feltételezése mellett?
10. Mit nevezünk egyedi és piaci kockázatnak?
11. Írja le a CAPM lényegét és képletét!
12. Vizsgálja meg a fejezetben leírt feladatokat a megtérülési idő, a belső megtérülési ráta, a jövedelmezőségi index módszerével is! Döntse el, hogy a felsorolt módszerek mellett melyik beruházás éri meg jobban a vállalatnak!
13. Hogyan dönti el, hogy mikor érdemes egy beruházást megvalósítani?
14. Mit értünk „kemény” tőkekorláton és milyen hatással van a vállalat beruházási döntéseire ?

Felhasznált irodalom

Bélyácz I.: *A vállalati pénzügyek alapjai*. Budapest, Aula, 2007.

R. A. Brealey – S. C. Myers: *Modern vállalati pénzügyek I–II*. Budapest, Panem, 1996.

5. FEJEZET

FINANSZÍROZÁSI MÓDSZEREK

A vállalkozásunk pénzügyi vezetőjének, miután a reáleszközökbe való befektetés megtérülését megvizsgálta, a beszerzés forrás oldalára vonatkozóan – a finanszírozási szükséglet felméréseivel, a lehetőségek közötti választással – kell a vállalat számára a leghatékonyabb megoldást megtalálnia. Az alábbi fejezet azt szolgálja, hogy megismerkedjünk a különböző finanszírozási formákkal és alkalmazásuk pénzügyi kihatásaival.

Hivatkoznunk kell arra a korábban már említett alaptézisre, amely szerint: hatékony tőkepiacon egy ígéretesnek minősülő – azaz pozitív nettó jelenértékű – projekt finanszírozására mindig találunk megfelelő számú befektetőt. Ennek a tézisnek azért van jelentősége, mert magyarázatot ad arra, hogy miért lehet, sőt kell a finanszírozási döntéseket elválasztani a beruházási döntésektől. Ebből következően a finanszírozási lehetőségek felmérésére csak akkor kerülhet sor, amikor már az eszközoldali döntések megszülettek [Brealey–Myers (1996)].

A pénzügyi vezető nem hivatkozhat arra, hogy egy beruházási alternatívát csak azért vetett el, mert a vállalat nem rendelkezett elegendő saját forrással, a hitelezők, a részvény- és kötvényvásárlók pedig nem voltak hajlandók finanszírozni elképzeléseit. Ha ez valóban megtörtént, akkor ennek nagy valószínűséggel az a magyarázata, hogy a vállalat előzőleg rossz beruházási döntést hozott.

Az is gyakorta előfordul, hogy a projekt elfogadása pénzügyileg jó döntésnek minősül, de a vállalat pénzügyi vezetője nem a megfelelő finanszírozási formát választja, nem ismeri ugyanis kellőképpen a lehetőségeket. Vagyis ebben az esetben sem a forráshiány okolható a jó befektetés kihasználatlanul maradása miatt.

Összegzőképpen elmondhatjuk, hogy lehetőleg kerülni kell a beruházási és finanszírozási döntések összemosódását, illetve azt, hogy a beruházás a finanszírozási döntések következményévé váljon.

1. Belső finanszírozás

A tőke megszerzése szempontjából megkülönböztetünk olyan forrásokat, amelyeket a vállalkozás maga hoz létre (belső finanszírozás) és olyan forrásokat, amelyeket a tőke-, pénzpiac produkál (külső finanszírozás). A **belső finanszírozást** más néven önfinanszírozásnak nevezzük, melynek formái az alábbiak lehetnek:

1. A tárgyi eszközök utáni leírás: A költségek között elszámolt értékcsökkenési leírás a befektetett eszközök értékének visszatérülését hivatott biztosítani. A visszatérülő tőke nagyságát a tárgyi eszköz értéke, használati ideje és a tőkebefektetés törlesztésének módszere határozza meg. Ha a leírás költségét sikerül az árban érvényesíteni, akkor a vállalkozás hozzájut olyan bevételhez, amelyet későbbi időpontban használhat fel beruházások finanszírozására.
2. A visszatartott nyereség: Az osztalékfizetés után a vállalkozás rendelkezésre bocsátott adózott nyereség a saját tőke részeként valós önfinanszírozást jelent a vállalkozás számára. Lehetősége és mértéke függ a cég mindenkori nyereségétől, a nyereség adóztatásának módjától, az adókedvezményektől és az osztalékpolitikától.
3. Tartalékok: Amennyiben a vállalkozásnak a korábbi évek mérlegszerinti eredményét eredménytartalék formájában sikerült felhalmoznia, ez szintén forrása lehet a belső finanszírozásnak.
4. Vagyon átrendezése: Az üzemvitelhez szükséges vagyont csökkentik, és ezáltal lekötött tőkét szabadítanak fel, vagy az üzemeltetéshez nem szükséges vagyonrészeket értékesítik, és így jutnak szabad pénzeszközkhöz.

2. Külső finanszírozás – saját tőke bevonása

Sok esetben a vállalkozás számára nem áll rendelkezésre elegendő belső forrás ahhoz, hogy beruházási elképzeléseit megvalósítsa. Ekkor a társaságnak **külső források** után kell néznie. Ennek egyik formája az, hogy a társaság a **tőkepiacról újabb saját tőkét von be**, azaz megemeli alaptőkéjét, vagyis a jegyzett tőkét. A saját tőke megemelése társasági formától függően lehet egyszerűbb és bonyolultabb procedura is. Korlátlan felelősséget megkövetelő formáknál (Bt., Kkt.), illetve kisebb korlátozott felelősségű társaságoknál (Kft.) a tulajdonosok döntésén és a megfelelő jogi lépések megtételén kívül különösebb eljárásokat nem igényel [Bélyácz (1997)].

Jóval költségesebb és nehezebb a helyzet, ha a vállalkozás részvénytársasági formában működik. Tovább bonyolítja a helyzetet, ha az Rt. a tőzsdére is bevezetésre kerül. Ekkor a saját tőke szerzés első fázisaként a társaság zártkörű részvénykibocsátásra vállalkozik. A zártkörű részvénykibocsátásra akkor kerül sor, amikor a cég még nem elég tőkeerős és nem elég ismert ahhoz, hogy sikerrel próbálkozhatna nyilvános kibocsátással, viszont zárt körben – főleg intézményi befektetők érdeklődésére számot tartva – már sikerrel értékesítheti részvényeit. A zártkörű kibocsátásnak továbbá megvan az az előnye, hogy a társaság megspórolja a nyilvános kibocsátáskor elkerülhetetlen engedélyeztetési és egyéb költségeket.

A nyilvános kibocsátás jogilag erősen szabályozott és meglehetősen költséges folyamat, melyre csak nagyobb méretű és tőkeerős társaságok vállalkozhatnak. Éppen ezért egy társaság életében fontos lépésnek számít az első, előzmény nélküli nyilvános részvénykibocsátás.

A kibocsátási eljárás irányítására a társaság általában egy szindikátust kér fel, mely brókercégekből vagy bankokból álló szervezet. A szindikátus tagjai még az eljárás kezdetén tanácsokkal segítik a társaságot a kibocsátás időpontjára, a szükséges dokumentumok jellegére stb. vonatkozólag, feltérképezik a potenciális vevők körét, összeállítják a jegyzési garanciát vállalók, az aláírók névsorát (az aláírók a szindikátus tagjai, akik díj fejében vállalják, hogy lejegyzik a kibocsátott értékpapírokat, ha azok nyilvános értékesítése nem jár sikerrel), valamint megszervezik és lebonyolítják az értékesítést.

A részvény nyilvános kibocsátásának (forgalomba hozatalának) feltétele, hogy a társaság (a kibocsátó) elkészítse és közzétegye a részvény kibocsátásáról szóló tájékoztatóját, valamint a nyilvános ajánlattételt. A közzétételre Magyarországon a Magyar Nemzeti Bank (MNB) jóváhagyása után kerülhet sor, miután felügyeleti eljárás során ellenőrizte, hogy a tájékoztató és az ajánlattétel megfelel-e a törvényi előírásoknak, és a befektetők tájékoztatását szolgáló minden lényeges információt tartalmazza-e a két dokumentum.

A kibocsátási tájékoztatóban bemutatják többek között az értékpapír kibocsátóját (a cég neve, székhelye, az alapítás időpontja, tevékenységi köre, alap-tőke stb.), ismertetik továbbá a kibocsátó üzleti tevékenységének értékelésére alkalmas adatokat, a könyvvizsgáló által hitelesített pénzügyi jelentéseket (adó-, vagyonszámleveg, eredménykimutatás, stb.), valamint a kibocsátásra vonatkozó információkat (a tőke felhasználásának célja, a tőke nagysága, az értékpapírok száma, névértéke, kibocsátási árfolyama, stb.).

A részvényjegyzés a jegyzési ív aláírásával történik. Részvényjegyzéskor nem a teljes összeget, hanem a jegyzett összeg bizonyos százalékát kell az alapítók által megjelölt bankszámlára a jegyzéssel együtt befizetni.

Ha a társaság sikeresen túljut az első nyilvános részvénykibocsátáson, akkor a későbbiek során már lényegesen könnyebben juthat további saját tőkéhez. Egyszerűbb lesz már a szindikátus összeállítása, kevesebb tanácsra lesz szüksége a tájékoztató elkészítéséhez, ismertsége révén nagyobb lesz a cég részvényei iránt az érdeklődés a befektetők körében. Összegezve tehát, a kibocsátás költségei jóval alacsonyabbak, az értékesítés sikere pedig jóval valószínűbb lesz, mint az első alkalommal.

Amikor a társaságoknak újabb tőkeemelésre van szükségük, gyakran alkalmaznak az ún. korlátozott körű kibocsátási formát. Ennek az a lényege, hogy az új részvényeket nem a teljes nyilvánosság bevonásával értékesítik, hanem a vásárlók körét a régi részvényesekre korlátozzák. Technikailag ez úgy valósul meg, hogy a társaság részvényesei egy elővásárlásra jogosító utalványt kapnak, mely rögzíti a megvásárolható részvények számát, kibocsátási árfolyamát és a vásárlási jog érvényesíthetőségének időtartamát.

A nyilvános kibocsátás, mint a saját tőke szerzés egyik módszere, akkor éri meg igazán a vállalatnak, ha az értékpapír-kibocsátás gazdaságos méretnagysága biztosítható. Ugyanis – a magas állandó költségek miatt – a kibocsátás összes költsége a megszerzett forrásokhoz viszonyítva annál alacsonyabb, minél nagyobb a kibocsátás mértéke.

3. Külső finanszírozás – idegen tőke bevonása

A beruházások külső finanszírozási lehetőségeinek másik nagy csoportját képezik az **idegen források**. Az idegen források egyrészt a különböző hiteleket jelentik, másrészt a hitelként funkcionáló értékpapírok vagy szerződések is ide tartoznak.

Legelterjedtebb formája Magyarországon a hosszú lejáratú bankhitel, amelyben az adós vállalat hitelszerződésben kötelezi magát a hitelek díjaként fizetendő kamatok, valamint a hitel összegének törlesztésére. A hitelszerződések lényege a következő fogalmakkal írható le: A hitel futamideje azt az időszakot jelöli, amely idő alatt az adósságot vissza kell fizetni. Hosszú lejáraton az 1 évnél hosszabb futamidejű hiteleket értjük. A törlesztési feltételek rögzítik az adósság törlesztésének ütemezését. Szenioritásnak nevezzük azt, hogy az adott követelés a vállalati követelések kielégítésének rangsorában hol helyezkedik el. A fedeze-

ten általában a vállalat meghatározott eszközeire bejegyzett jelzalogokat értik. A hitelszerződés egyik legfontosabb kelléke a kamat, amely az esetek többségében változó mértékű, például egy meghatározott piaci referencia-kamatláb alakulásához van kötve (jegybanki alapkamat vagy LIBOR). [Katona et al. (2018)]

Értékpapírban testet öltő hitelszerződés a vállalati kötvény, mely a vállalat és a kötvény megvásárlója (a hitelező) között jön létre. A kötvény által a kibocsátó kötelezi magát arra, hogy a kötvényben megjelölt pénzüsszegnek az előre meghatározott (általában fix) kamatát vagy egyéb járulékait, továbbá a kötvény névértékét a kötvény mindenkorai tulajdonosának (a hitelezőnek) a megjelölt időben és módon megfizeti. A kibocsátó a kötvény névértékét és kamatait akkor is fizetni köteles, ha likviditási gondokkal küzd, továbbá a kötvény birtokosa a jövedelem-felosztásnál és a felszámolás során is elsőbbséget élvez a részvényessel szemben. A kötvénykibocsátás történhet nyilvánosan vagy zárt körben. Ezekre a kibocsátásokra ugyanazok az eljárási szabályok vonatkoznak, mint a részvénykibocsátásokra, és a kibocsátások lebonyolításának szereplői is azonosak.

Az adóssággal történő finanszírozásnak egyik speciális formája a pénzügyi lízing, amely valójában nem más, mint egy hitelezési forma, azzal a különbséggel, hogy lejáratkor az eszköz a lízingbevevő tulajdonába kerül át. A pénzügyi lízing esetében a lízingbevevő a törlesztőrészletet lízingdíj formájában teljesíti, és ugyanúgy fizeti a banknak a kamatokat, mint ha hitelszerződést kötött volna. (A lízingdíjak jelenértéke kiadja a lízingbe adott tárgyi eszköz beszerzési piaci értékét.)

A megfelelő finanszírozási forma kiválasztása hasonlít egy marketingproblémához, amelyben a vállalat finanszírozási eszközöket szándékozik értékesíteni a tőkepiacon.

A tőkeszerkezet a tartós források között szereplő saját tőke és az idegen források arányát jelenti. Más megfogalmazásban a tőkeszerkezet a vállalat által kibocsátott értékpapírok összetétele. A tőkeszerkezetet a vállalat tőkeszerkezeti politikája alakítja ki [Bélyácz (1995)]. Milyen érdekek befolyásolják a vállalkozás tulajdonosait és vezetőit e politika kialakításában?

4. Finanszírozási alternatívák előnye és hátránya

Általános tapasztalat, hogy a társaságok arra törekcszenek, hogy a vállalat tőkefinanszírozási szükségleteit belső forrásból elégítse ki. Nemzetközi felmérések alapján a belső vagy önfinanszírozás átlagos mértéke az összes finanszírozási igény 80%-a körül mozog [Brealey–Myers (1996)].

Ennek több magyarázata is lehetséges, úgy mint:

- A finanszírozással kapcsolatos *tranzakciós költségek* lényegesen alacsonyabb szinten tarthatók, ha nem szükséges külső források bevonása is.
- Ha nincsenek új részvényesek, kötvénytulajdonosok és hitelezők, akkor nem kell tartania az eredeti tulajdonosoknak attól, hogy a *vállalat feletti ellenőrzési* funkcióikon (illetve a projekt hasznán) meg kell osztozniuk az új koalíciós tagokkal.
- Ha a vállalat hitelt vesz fel, kötelezettséget vállal arra, hogy a hitel után fizeti a kamatot, és visszatörleszti a felvett hitelt. A hitel után tehát adósságszolgálatot kell teljesítenie. A kamatot a társaság elszámolja az eredménye terhére ráfordításai között, csökkentve ezzel a pénzáramlást és a részvényesek *osztalékkilátásait*. (A részvényesek ugyanis csak a hitelezők kielégítése után maradó pénzből juthatnak osztalékhoz.).
- A vállalat eladósodottságával arányosan nő az üzleti kockázat és a pénzügyi nehézségek valószínűsége. *A pénzügyi nehézségek* megjelenése pedig mindig jelentős költségnövekedéssel jár és csökkenti a vállalat mozgásterét.

A vállalati belső motivációk mellett komoly korlátot jelenthet a tőkeszerkezeti politika kialakításában a piac fejletlensége is. Ugyanis, ha nem kellőképpen hatékony a pénzügyi eszközök piaca, akkor a finanszírozási eszközök kínálata, volumene vagy választási lehetőségeinek szűkössége miatt nem képes megfelelni a finanszírozási keresletnek. Ha nem hatékony a piac, akkor nem közömbös, hogy a vállalat milyen finanszírozási formát választ, vagyis lehetőség nyílik pozitív és negatív nettó jelenértékű finanszírozási döntések meghozatalára is.

Mindezek következtében a társaság csak akkor keres külső finanszírozási forrásokat, amikor már a belső források elégtelennek bizonyulnak beruházási tervei megvalósításához. Ekkor sem az idegen források élveznek preferenciát, hanem első lépésben a vállalat saját tőkéjének megemelésében keresi a megoldást. Ha azonban már ez sem elegendő – mert a vállalat egy nagyon dinamikus, felfelé ívelő szakaszban van –, akkor elkerülhetetlenné válik valamilyen tartós hitelkötelezettség felvállalása.

A nemzetközi szakirodalom az önfinanszírozás és a saját tőkével történő finanszírozás előnyben részesítésének fenti érveivel és gyakorlatával szemben az *idegen tőke bevonás szükségességére* és hasznosságára vonatkozóan több gyakorlati és elméleti magyarázattal is szolgál.

Az idegen források bevonásakor közvetlen haszna származik a vállalkozónak az **adómegetakarításból**. Ennek magyarázata abban rejlik, hogy a hitelek, költségek kamatait a vállalat az adózás előtti eredménye terhére számolja el (míg a tulajdonosok csak az adózott nyereségből részesedhetnek). Ez tehát azt jelenti, hogy a kamatok miatti költségnövekedés csökkenti a vállalat társasági nyereségadó alapját, vagyis a vállalkozás adófizetési kötelezettségét. Amennyivel kevesebb az államnak befizetett hányad, annnyival több adózás utáni hozamon osztozhatnak meg a befektetők

Ha eltekintünk a személyi jövedelemadó hatásától, akkor annak a vállalatnak, melynek hitelállománya D összegű és r_D kamatozású, a társasági adó kulcsa pedig T_c , egy adott évben a hitelfelvételből származó potenciális adómegetakarítása:

$$D * r_D * T_c.$$

(A potenciális jelző azt jelenti, hogy az adómegetakarítás csak akkor érvényesíthető, ha elég nagy a vállalat adózás és kamatfizetés előtti eredménye.)

Más oldalról vizsgálva meg a kérdést, az idegen tőke bevonásának fontossága, illetve az optimális tőkeszerkezet kialakításának magyarázata összekapcsolódik **a vállalat piaci értékének maximalizálási törekvéssel**. A társaságok finanszírozási szerkezete és a vállalat piaci értékének kapcsolatára a szakirodalomban kétféle választ találunk. Az ún. hagyományos álláspont, a tőke súlyozott átlagköltségének magyarázatán alapul, míg a másik megközelítést a Modigliani–Miller tudóspáros által megfogalmazott tételek képviselik [Brealey–Myers (1996)].

Első lépésben azt kell meghatároznunk, hogy hogyan állapítható meg a vállalat értéke.

A vállalat értékét a legegyszerűbben a mérleg szerinti összes eszköz és összes kötelezettség különbözeteként határozhatjuk meg. Ezt az értékelési módszert a vállalat jogutód nélküli megszűnése (felszámolása, végelszámolása) esetén célszerű alkalmazni. A *vagyonérték* statikus adat, egy adott időpontban felmért eszközállományt rögzít.

Ezzel szemben az üzletértékelés a vállalat jövedelemtermelő képességét mutatja meg, vagyis a vállalatot dinamikájában vizsgálja. Egy vállalat megvétele esetén ugyanis a vevő (akár természetes vagy jogi személy) elsősorban aszerint ítéli meg a vállalat értékét, hogy a jövőben elérhető eredményei, várható hozamai mekkorák. Ezt az összeget nevezzük a vállalat piaci értékének (P_0). Kiszámításához meg kell állapítani az:

- az időhorizontot (t)
- a tőke alternatívaköltség nagyságát (r)

- a hozamok (a tulajdonosok számára ez a kifizetett osztalék (*Dividend*: *DIV*) nagyságában testesül meg) jelenértékét
- a likvidációs értéket (*Pt*), melyen a vállalalkozási tevékenység megszűnésekor megmaradó eszközök piaci értékének jelenértékét értjük.

$$P_0 = \sum_{i=1}^t \frac{DIV_i}{(1+r)^i} + \frac{P_t}{(1+r)^t}$$

A vállalkozások piaci értékének megállapításakor a vállalkozás jövőbeni pénzáramlásait olyan diszkontrátával diszkontáljuk, amely tükrözi, hogy a befektető a tőkepiacon a hasonló kockázatú befektetésektől mekkora hozamot vár el. Minél magasabb az elvárt hozam annál magasabb a diszkontráta és annál alacsonyabb a várható pénzáramlás jelenértéke.

Abban az esetben, ha a vállalat finanszírozása teljes egészében saját tőkével történik, akkor az eszközöktől elvárt hozam, vagyis a vállalat tőkekölsége megegyezik a részvényesek által a részvényektől elvárt hozammal. Ha viszont a vállalat idegen tőkét (hitelt, kötvényt) is bevon a finanszírozásba, akkor a vállalat tőkekölsége a részvényesek és a hitelezők hozamelvárásainak súlyozott átlagaként adódik, ahol a súlyok a cég tőkeáttételének (idegentőke-sajáttőke aránya) felelnek meg.

A **súlyozott átlagos tőkekölség** képlete (*weighted average cost of capital*: *WACC*):

$$r_T = r_D * \frac{D}{D+E} + r_E * \frac{E}{D+E}$$

ahol:

r_T	súlyozott átlagos tőkekölség
r_D	a hitelek kamatlába
r_E	a részvények várható hozama, osztalékfizetési ráta
D	idegen tőke értéke
E	saját tőke értéke

A súlyozott átlagos tőkekölség azonos azzal a hozammal, amelyet a vállalat egész eszközállományától várunk el, mivel az eszközök által megtermelt pénzáramlás az, amin a részvényesek és a hitelezők osztoznak

A *hagyományos álláspont* lényege az, hogy a vállalati tőkeszerkezet kialakításakor a vállalat piaci értékének maximalizálására ezzel egyidejűleg pedig a súlyozott tőkekölség minimalizálására kell a vállalati vezetésnek töre-

kednie. (A két cél egymásból következik, hiszen minél kisebb összeggel osztunk, annál nagyobb értékű lesz a hányados.)

A nézet képviselői azt állítják, s állításukat empirikus adatokkal is alátámasztották, hogy míg a vállalat hiteleitől elvárt hozam – a csődközel állapota eléréséig – közel állandó, addig a részvények elvárt hozama a tőkeáttétel növekedésével együtt nő. A részvényesek hozamvárományai azonban *nem egyenes arányban* változnak a tőkeáttétel (eladósodás) emelkedésével. Komolyabb reakciót az idegen tőke bevonása csak akkor vált ki a részvényesekből, ha az már meghaladt egy jelentős mértéket. A hagyományos álláspont lényegét tehát abban az állításban ragadhatjuk meg, miszerint a súlyozott átlagos tőke költségnek van egy minimális értéke, ami egybeesik a vállalat értékének maximumával. Azt a tőkeszerkezetet, ahol ez a maximális vállalati érték létrejön, nevezzük a cég optimális tőkeszerkezetének.

Merton Miller és Franco Modigliani szerzőpáros 1958-ban publikált munkája vitatja a fenti álláspontot, és nézetük alátámasztására két tételt fogalmaztak meg [Brealey–Myers (1996)].

Modigliani és Miller (MM) I. tétele kimondja, hogy a vállalat piaci értéke független a finanszírozási tőkeszerkezettől, a vállalkozás eszközeitől elvárt hozam, vagyis a tőke alternatívaköltsége állandó (feltéve, hogy tranzakciós költségek és pénzügyi nehézségek költségei nélküli tökéletes piacról van szó). A pénzügyi vezető tehát nem tudja megváltoztatni a vállalat értékét egyszerűen azáltal, hogy különbözőképpen osztja szét a pénzáramlást a befektetők között. A vállalat értékét ugyanis a reáleszközei határozzák meg, nem pedig az azt finanszírozó források fajtái. Az érték megmaradás törvénye szerint két pénzáramlás $(A + B)$ jelenértéke egyenlő A jelenértékének és B jelenértékének összegével. (Ez fordítva is igaz, tehát akárhány részre osztunk egy pénzáramlást, az egyes részek értékeinek összege változatlan marad.) Vagyis az eszköz értéke megmarad, függetlenül attól, hogy milyen fedezetek állnak mögötte. A vállalat értékét a mérleg bal oldala határozza meg. Az I. tételből következik, hogy a tőkeszerkezetre vonatkozó döntések figyelmen kívül hagyhatók, ha a vállalat beruházási döntéseit már meghozta. Vagyis a beruházási és finanszírozási döntések szétválaszthatóságára is magyarázatul szolgál MM első tétele.

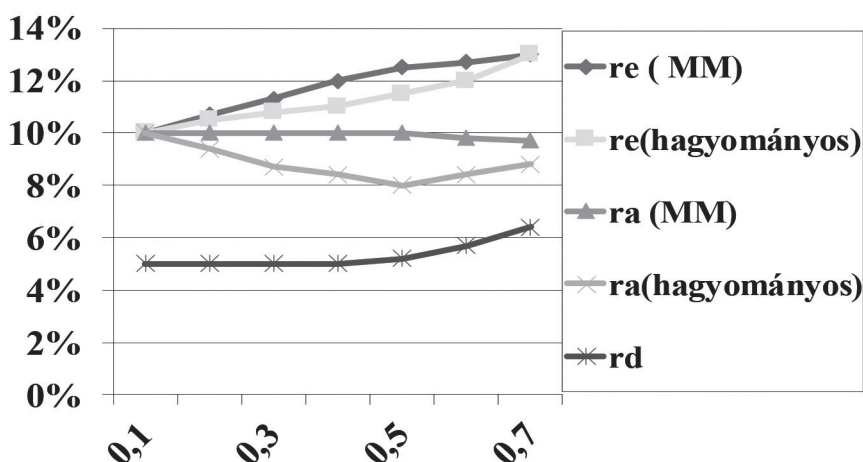
Modigliani és Miller II. tétele szerint a tőkeáttételes vállalat saját tőkéjének hozama *lineárisan* változik az adósság–saját tőke arányával. Ennek az a magyarázata, hogy a tőkeáttétel növekedésével egyenes arányban növekszik a részvényesek kockázata, ezáltal a részvényektől elvárt hozam is. Vagyis a vállalat nem tudja csökkenteni tőke költségét az olcsóbb (kisebb hozamvárású) hitelek arányának növelésével, mert párhuzamosan és arányosan nő a részvények

kockázata és ezáltal hozamelvárása, ami kompenzálja a hitelkamatok lefelé húzó hatását.

(A hozam és kockázat közötti lineáris összefüggés a gyakorlatban csak egy bizonyos pontig érvényesül. Ezen a ponton túl ugyanis az adósságarány növekedésével csökkenő mértékben emelkedik a saját tőke hozama.)

Ismerve most már a tőkeáttétel és a vállalat piaci értékére vonatkozó hagyományos álláspont nézeteit, valamint Modigliani és Miller I. és II. tételeinek tartalmát, az alábbi grafikus ábrázolás segítségével vessük össze a két nézőpont közötti eltérés lényegét.

25. ábra: Hozam és tőkeszerkezet összefüggése



Forrás: Saját szerkesztés Brealey–Myers (1993) alapján

A lineárisan emelkedő vonal mutatja MM álláspontját a tőkeáttételnek a saját tőke várható hozamára és a súlyozott tőkeköltségre vonatkozó hatásáról. A lassabban emelkedő vonal mutatja a hagyományos álláspontot. A hagyományosok szerint a hitelfelvétel először lassabban növeli az r_E -t az MM által jósoltnál, majd r_E megugrik a túlzott hitelfelvételre. Ha így van, a súlyozott tőkeköltség minimalizálható a megfelelő összegű hitel felvételével.

A jelölések magyarázata az alábbi:

- r_E a tulajdonosi tőkére jutó várható hozam (osztalékráta)
- r_A az összes eszközre jutó várható hozam
- r_D a kölcsöntőkére jutó várható hozam (kamat)
- D adósság (*debt*)
- E saját tőke (*equity*)

Ha a vállalatot egyetlen befektető birtokolja, akkor a vállalat összes nyereségére ő jogosult, hozamelvárása tehát az eszközök várható hozamával egyenlő.

$$\text{Az eszközök várható hozama} = \frac{\text{Várható működési jövedelem}}{\text{Értékpapírok piaci értéke}}$$

Ha viszont a vállalat tőkestruktúrájában az adósság is jelen van, akkor a hitelállományra jutó tőkehozam kamaton felüli része a saját tőke hozamát gyarapítja. Minél nagyobb az adósságarány, annál nagyobb hozamkülönbséget sajátíthatnak el a csökkenő részarányú saját tőke tulajdonosok. Ezt nevezzük a **tőkeáttétel emelő (leverage) hatásának**.

MM II. tétele alapján a várható hozam az alábbi képlettel határozható meg:

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

(A jelölések értelmezése a fenti jelmagyarázat szerint.)

Ahogy az már MM II. tételéből nyilvánvalóvá vált az adósságarány növekedése nemcsak a saját tőke hozamát növeli meg, hanem annak kockázatát is. A várható hozam növekedése tehát csak a kockázat növekedését ellensúlyozza. Ennek az a magyarázata, hogy az adóssággal történő finanszírozás esetén a vállalatok üzleti kockázata mellett megjelenik a pénzügyi kockázat is, amely az adósság terheinek növekedéséből és az azzal kapcsolatos pénzügyi nehézségek növekedéséből adódik.

A saját tőke kockázata a fentiek alapján az alábbi módon számolható ki:

$$\beta_E = \beta_A + \frac{D}{E}(\beta_A - \beta_D)$$

ahol:

- β_E a tulajdonosi tőke teljes kockázata
- β_A üzleti kockázat (csak a saját tőkével finanszírozott cég kockázata)
- β_D adósság kockázata
- D adósság (*debt*)
- E saját tőke (*equity*)

Példa:

Ismert adatok:

Eszközök értéke	100	Saját tőke értéke	60
		Idegen tőke értéke	40
Eszközök összesen	100	Vállalat értéke	100

Idegen tőke hozama 8%

Saját tőke hozama 15%

Mennyi az eszközök várható hozama?

Megoldás:

Képlet:

$$r_T = r_D * \frac{D}{D + E} + r_E * \frac{E}{D + E}$$

Adatok behelyettesítése:

$$r_T = 8 * \frac{40}{100} + 15 * \frac{60}{100} = 12,2$$

Megváltozik a finanszírozás szerkezete:

Saját tőke 70

Idegen tőke 30

Vállalat értéke 100

Az eszközök után elvárt hozam – mivel nem függ a tőkeszerkezet alakulásától – az eladósodottság mérséklődése után ugyanannyi, mint előtte.

Mennyi a saját tőke hozama, ha az idegen tőke hozama 7,3%-ra csökken? (Az idegen tőke utáni hozam azért csökken, mert csökkent a vállalat eladósodottsága, ezáltal mérséklődött a hitelezők kockázata, így hozamelvárása is.)

Képlete:

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

Adatok behelyettesítése:

$$r_E = 12,2 + \frac{30}{70} (12,2 - 7,3) = 14,3$$

Vagyis az alacsonyabb tőkeáttétel csökkentette a részvényesek által megkövetelt hozamot is. Ha a vállalat összes adóságát visszafizetné, akkor az eszközök

hozamának egésze, most 12,2%-kal, a vállalati részvények hozamával egyezne meg.)

Modigliani és Miller elismerte, hogy – tapasztalati adatok alapján – a különböző vállalatoknál tipikusnak mondható tőkeszerkezetek figyelhetők meg. Ennek magyarázatát MM egyrészt az *adózási rendszer hatásában*, másrészt a *pénzügyi nehézségek költségeiben* látta.

Ahogy arra már a korábbiakban utaltunk, a tőkeáttétel növekedése – a ráfordítások között elszámolható kamatkifizetések miatt – adómegetakarítást eredményez. Modigliani és Miller szerint az adómegetakarítás előnyeit a vállalat csak egy bizonyos szintig képes kihasználni; ezután a pont után a megetakarítás növekedési üteme megtörik.

A másik – korábban szintén említett – tény, hogy a tőkeáttétel növekedésével párhuzamosan a pénzügyi nehézségek valószínűsége és potenciális költségei is emelkednek.

A két fent említett tényező ellentétes hatást gyakorol a vállalat értékére: az adómegetakarítás növeli, a pénzügyi nehézségek pedig csökkentik a vállalat finanszírozási befolyások nélküli jelenértékét. Ilyen értelemben valóban megcélozhat a vállalat egy olyan optimális tőkeszerkezetet, amely egyben a vállalat értékének maximalizálását is jelenti.

MM szerint a vállalat értékét az alábbi összefüggéssel fejezhetjük ki:

$$\begin{aligned} \text{Vállalat piaci értéke} &= \text{Tisztán saját tőkéből finanszírozott vállalat értéke} \\ &+ \text{Adómegetakarítás jelenértéke} \\ &- \text{Pénzügyi nehézségek költségeinek jelenértéke} \end{aligned}$$

Az adómegetakarítás és a pénzügyi nehézségek azonban nem egyformán hatnak a különböző vállalatokra. Az optimális tőkeszerkezet kialakításánál négy szempontot kell figyelembe vennie a pénzügyi vezetésnek:

1. *A vállalat adózási pozíciója:* Azoknak a vállalatoknak, amelyek magas és állandó jövedelemmel rendelkeznek, vagyis adófizetői pozícióban vannak, érdemes a hitelfelvételből fakadó adómegetakarításra építeniük. Ez tehát azt jelenti, hogy magasabb tőkeáttételt engedhetnek meg maguknak, mint a kevésbé jövedelmező vállalkozások.
2. *A tevékenység üzleti kockázata:* A magasabb üzleti kockázatú cégeknek fokozottan kell ügyelniük a pénzügyi nehézségeket generáló eladósodás lehetőségére. Tehát célszerű, ha alacsonyabb tőkeáttétellel működnek, mint kisebb üzleti kockázatú társaik.

3. *Az eszközök típusa:* Azoknál a vállalatoknál, amelyeknél az immateriális (nem kézzelfogható) javak túlsúlyban vannak és meghatározó szerepet töltenek be a vállalat jövedelemtermelő tevékenységében, a pénzügyi nehézségek költsége és kockázata jóval nagyobb, mint a más jellegű vállalkozásoknál. Ennek az a magyarázata, hogy az immateriális javak gyorsabban értéktelenednek el és nehezebben értékesíthetők, mint a többi eszközfajta. Vagyis a tőkeáttétel növelése ezeknél a vállalatoknál sem feltétlenül jó megoldás.
4. *Finanszírozási tartalékok:* A pénzügyi tartalékok felhalmozása különösen azoknál a vállalatoknál jelentős, amelyek dinamikusan fejlődő szakaszban vannak és számos pozitív nettó jelenértékű projekttel rendelkeznek. Így, ha a cég megfelelő finanszírozási tartalékokkal rendelkezik, bármikor is adódjon egy jó befektetési lehetőség, nem kell lemondania a kínálkozó profitról csak azért, mert hirtelen nem talál, vagy csak késedelmet szenvedve, megfelelő finanszírozási forrást beruházási tervei megvalósításához. Ebből következően a fejlődő, növekvő vállalatokra általában az alacsony tőkeáttétel és az önfinanszírozás a jellemző.

Összegzésképpen elmondhatjuk, hogy az MM féle tökéletes tőkepiacot és adómentes versenyz gazdaságot feltételező modellben a finanszírozási döntések irrelevánsak és a beruházási döntésektől elválaszthatóak. A gyakorlatban azonban – éppen a piac tökéletlensége folytán – a vállalati tőkeszerkezetnek és a finanszírozási döntéseknek nagyon is meghatározó szerepük van a vállalat értékének alakulásában. Ebből következően a pénzügyi döntések kettős célja, a vállalat piaci értékének maximalizálása és a tőkeköltség minimalizálása, vagyis az optimális tőkeszerkezet kialakítása, csak az adómegetakarítások és a pénzügyi nehézségek figyelembevétele mellett valósulhat meg.

Kérdések, feladatok

1. Határozza meg a vállalat értékét statikus és dinamikus megközelítésben is!
2. Mely tényezőket kell figyelembe venni a vállalat piaci értékének kiszámításakor?
3. Hogyan hat a vállalkozásra üzleti értékének növekedése?
4. Szétválaszthatóak-e a beruházási és a finanszírozási kérdések? Válaszát indokolja meg!
5. A belső finanszírozás milyen formáit ismeri? Sorolja fel

6. A saját tőke szerzésének milyen fokozatai és módozatai vannak?
7. A nyilvános részvénykibocsátás során milyen teendői vannak a vállalatnak?
8. Sorolja fel az idegen források igénybevételének lehetőségeit és jellemezze őket
9. Határozza meg a tőkeszerkezet és a pénzügyi tőkeáttétel fogalmát!
10. Milyen vállalati és külső piaci tényezők hatnak az önfinanszírozás irányába?
11. Milyen indokok szólnak az idegen tőke bevonása mellett?
12. Mi az a súlyozott átlagos tőkeköltség és hogyan számítjuk ki az értékét?
13. A hagyományos nézet szerint hogyan kell kialakítani a vállalat tőkeszerkezetét?
14. Mit mond ki Modigliani–Miller I. tétele?
15. Mit mond ki Modigliani–Miller II. tétele?
16. MM II. tétele alapján definiálja a várható hozamot!
17. MM II. tétele alapján definiálja a saját tőke kockázatát!
18. Mivel indokolta a Modigliani–Miller szerzőpáros, hogy a tapasztalati adatok némileg ellentmondanak az általuk felállított tételeknek?
19. Optimális tőkeszerkezet kialakításakor milyen szempontokat kell figyelembe vennie a vállalati vezetésnek, ha adómegettakarítást akar elérni?

Felhasznált irodalom

- Bélyácz I.: *A vállalati pénzügyek alapjai*. Budapest, Aula Kiadó, 2007.
- Bélyácz I.: *Tőkeberuházási és finanszírozási döntések*. Pécs, JPTE, 1997.
- R. A. Brealey – S. C. Myers: *Modern vállalati pénzügyek I–II*. Budapest, Panem Kiadó, 1996.
- Katona K. (szerk) – Bódy L. – Botos K. – Závodnyik J.: *A pénzügyi közvetítőrendszer funkciói*. Budapest, Wolters Kluwer, 2018.

6. FEJEZET

A VÁLLALATI MŰKÖDÉS MEGSZERVEZÉSE, TERMELÉSI TÉNYEZŐK, HUMÁNERŐFORRÁS-MENEDZSMENT

A megelőző fejezetekben ismertetett lépéseken végighaladva, vállalkozási ötletünk megvalósításának jövedelmezőségére, megtérülésére megnyugtató választ kaptunk, és sikerült a legolcsóbb és a vállalat értéke szempontjából a legmegfelelőbb pénzügyi forrást megtalálnunk. Ezek után nincs más feladatunk, mint a beruházás megkezdése és a tevékenység beindítása. Ennek érdekében a vállalatnak körül kell néznie a termelési tényezők piacán.

A termelőtevékenységet végző vállalkozás a termeléshez természeti tényezőket (pl. földet), munkaerőt és tőkét igényel. Ezek megszerzése kiadásokkal jár, és így a termelés költségeit meghatározza. A vállalkozás eredményessége szempontjából egyáltalán nem közömbös, hogy a termelési tényezőkhez milyen áron jut a vállalkozás. A következőkben e kérdéssel foglalkozunk.

1. A termelési tényezők kereslete

A termelési tényezők árát alapvetően azok kínálata és kereslete fogja meghatározni. Adott vállalkozásra nézve a termelési tényezők kereslete mindenképpen **származékos kereslet**, ami azt jelenti, hogy a termékek kereslete fogja meghatározni a termelési tényezők keresletét: pl. ha az okostelefonok iránti kereslet növekszik, akkor az ilyen berendezéseket gyártó cég kereslete az okostelefon előállításához szükséges alkatrészek (chipek) és anyagok, szakirányú képzettséggel rendelkező munkaerő és a szükséges gyártóberendezések (tőkejavak) iránt ugyancsak nőni fog.

E termelési tényezők kereslete, illetve felhasználása addig nő, ameddig a vállalkozás profitját növelni tudja, vagyis amíg a termelés, vagyis a kibocsátás

növekményének költségvonzata kisebb, mint a kibocsátás növelésével elérhető bevételnövekmény.

Vizsgálódásunk szempontjából hasznos fogalom a **határtermék**, ami azzal a többletkibocsátással egyenlő, amit valamelyik – de csakis egy – termelési tényező felhasználásának egységnyi növelésével lehet elérni, miközben a többi termelési tényező felhasználása változatlan. Ebből következik, hogy a határtermék mindig egy konkrét termelési tényezőre vonatkozik. Pl. a munka határterméke (MP_L) a munkafelhasználás egységnyi növelésével elérhető termékmennyiség-növekedés. Ha csak egy termelési tényező felhasználását növeljük, akkor egy határon túl a felhasználás egységnyi növelésével az elérhető termelésnövekedés egyre csökken (csökkenő hozadék törvénye) [Samuelson–Nordhaus (2012)].

A vállalkozás magatartása a termelési tényezők piacán a profitmaximalizálási törekvésének megfelelően alakul. A profit alakulását a termék értékesítése során elérhető árbevétel határozza meg. Ezért a határtermék fogalmát célszerű hasonló módon a bevételre is alkalmazni: a határtermék bevétel (vagyis az egységnyi termelési tényező növekmény révén elérhető bevételnövekmény) alakulása fogja meghatározni a megfelelő termelési tényező felhasználását, ami azt jelenti, hogy a vállalkozás termelési tényező kereslete a határtermék-bevételi függvénynek megfelelően alakul.

A vállalkozás maga határozhatja meg azt, hogy a termelési tényezőket miként kombinálja a termelés során, vagyis, hogy milyen technológiát alkalmaz. E döntés során a határtermék és a hozzá tartozó tényező egységár hányadosát képezik, ügyelve arra, hogy ezek a hányadosok az egyes termelési tényezőkre vonatkozóan lehetőleg azonosak legyenek. Ha ez megvalósul, akkor a termelési tényezők kombinációja optimális, vagyis a technológia **gazdaságilag hatékony**.

Az optimális tényezőkombináció követelménye teljesül ott, ahol az olcsó munkaerő munkaigényes technológiák alkalmazására (munkaigényes termékek előállítására), illetve ahol a tőkejavakhoz viszonyítva drága munkaerő inkább tőkeigényes technológiák alkalmazására (tőkeigényes termékek előállítására) ösztönzi a vállalkozót. A vállalkozás termelési tényező keresletét tehát a gazdaságilag hatékony tényezőkombináció fogja meghatározni [Schumpeter (1934)].

A gazdasági hatékonyság magasabb követelményt támaszt az alkalmazott technológiával szemben, amely **technikailag hatékony** lehet akkor is, ha a termelési kapacitások teljesen kihasználtak. Az ilyen technikailag hatékony technológia (termelési tényezők kombinációja) gazdasági hatékonysága még nem feltétlenül biztosított.

2. A termelési tényezők kínálata

A következőkben röviden foglalkozunk a föld kínálatával, majd részletesebben vizsgáljuk a munka kínálatát [Samuleson–Nordhause (2012)]. (A tőke kínálatával és keresletével a beruházások kapcsán külön fejezetben foglalkoztunk.)

A föld kínálata és a föld ára

Az egyes termelési tényezők árát a kereslet és a kínálat együttesen határozza meg. Az előzőekben láttuk, hogy a termelési tényezők kereslete, mint származékos kereslet, a termék árától függ. Az egyes termelési tényezők közül **a föld és általában a természeti erőforrások kínálata rugalmatlan**, mert mennyiségük korlátozott, ezért hiába nő a föld használatáért fizetett bér, az ún. földjáradék, a bérbé adható földmennyiség nem növelhető. Ebből viszont az is következik, hogy a föld (ami a továbbiakban a természeti erőforrások összességét jelenti) bérleti díját, a földjáradékot, a kereslet – s mivel származékos keresletről van szó, a mezőgazdasági termékek iránti kereslet – fogja meghatározni.

A vállalkozó többnyire nem saját földjét használja termelésre, hanem bérbé veszi a termeléshez szükséges földet. A bérleti díj azonban nem független a föld árától, mivel azt a tulajdonos által megszerezhető jövedelem határozza meg. Első közelítésben az mondható, hogy a föld ára a földjáradék tőkésített értékével egyenlő. Pl. ha a földjáradék hektáronként és évenként 20.000,- Ft és a kamatláb 20%, akkor a föld ára hektáronként $20.000 / 0.2 = 100.000$ Ft (Ugyanis ekkora összeg kamatjövedelme egyezik meg a földjáradékkal.)

Általános tapasztalat szerint fejlett országokban azonban a föld ára az így számított értéket mindinkább meghaladja, és igen jelentős a föld árának emelkedése. Ennek oka a föld korlátozott mennyiségében kereshető: a föld szűkössége nem változik, míg a pénz mennyisége – s ezzel az értéke – korántsem látszik garantálhatónak. Ezért a föld hosszabb távon sokkal értékállóbb vagyontárgy, mint a pénz. Ebből következik, hogy a földforgalom nagyon kicsi, csak az adja el a földjét, aki erre rákényszerül. A vállalkozó számára pedig termelőtevékenységének folytatásához elegendő a föld bérbevétele a kereslet által meghatározott bérleti díj mellett.

A munka piaca

A munkával, mint termelési tényezővel részletesebben foglalkozunk. Ennek indokai:

- a társadalom egésze által megszerzett jövedelmek kb. 75%-a munkajövedelem,

- a munkajogi tanulmányok igénylik a közgazdasági vonatkozások részletesebb ismeretét,
- a munka végzője maga az ember, márpedig az ember nem tárgya, hanem alanya és célja a termelésnek és általában a gazdasági folyamatoknak.

A **munka keresletét** befolyásolja [Misz–Tömpe (2007)]:

- A gazdasági növekedés nagysága és iránya (növekedés vagy csökkenés): általában igaz, hogy a GDP 3%-os csökkenése a munkanélküliség 1%-os növekedését vonja maga után,
- A beruházások alakulása és jellege: a beruházási tevékenység élénkülése növelheti a keresletet, ha a beruházások munkahelyteremtő jellegűek, azonban lehetnek olyan beruházások is, amelyek csökkentik a munkahelyek számát,
- A hitelkamatok alakulása: ha a kamatok csökkennek, akkor növekszik a vállalkozó kedv, ami munkahelyteremtéssel járhat, bár az olcsóbb hitelek gépesítésre is ösztönözhetnek, ami munkahelyek megszűnéséhez vezet,
- A reálbérek alakulása: a reálbérnövekedés csökkenti a munka iránti keresletet,
- A nyersanyagárak alakulása: növekvő nyersanyagárak csökkentik a munka keresletét.

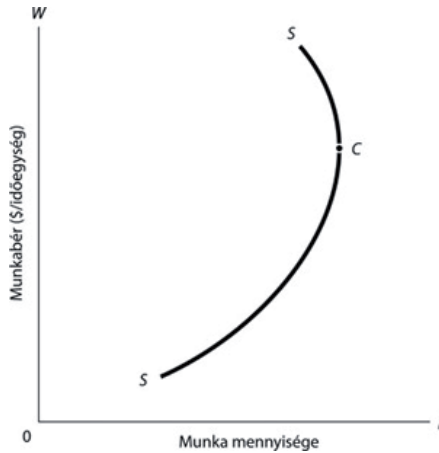
A felsorolásból látható, hogy a makrogazdasági körülmények mellett az adott vállalkozás lehetőségei és döntései is fontos szerepet játszanak abban, hogy a vállalkozás milyen kereslettel jelenik meg a munka piacán.

A **munka kínálatának** vizsgálata során abból kell kiindulnunk, hogy a társadalom tagjainak döntő többsége csakis, vagy legalább is nagyrészt munka révén tesz szert jövedelemre, amire pedig mindenképpen szüksége van ahhoz, hogy szükségleteinek kielégítéséhez fogyasztási javakra tegyen szert. A mind teljesebb szükségletkielégítésre való törekvés a munka kínálatát növeli. De meddig? Az ember életminőségét nem csupán a rendelkezésére álló fogyasztási javak mennyisége határozza meg. A fogyasztási javak mellett az embernek szabadidőre is igénye van, amely életét kiteljesíti. A munka mellett a pihenésre, szórakozásra, a háztartási tevékenységre és nem utolsó sorban közösségi életre, ezen belül is mindeneke előtt családi életre igényel időt az egyén. Ezek nem piaci aktivitások, és a piaci mechanizmus keretei között nem értelmezhetők. Mégis számolni kell velük akkor, amikor a munka kínálatát vizsgáljuk. A piacgazdaságban elválík

egyfelől a munkaidő, (melynek során az egyén hozzájut ahhoz a jövedelemhez, ami végső soron a társadalmi termelésből ráeső részhez való hozzájutást biztosítja) a közlekedésre és a fiziológiai szükségletek (pl. étkezés, alvás) kielégítésére szükséges idő, másfelől az ezek után fennmaradó idő, a szabadidő.

A munkaidő és a szabadidő csak egymás rovására növelhetők. Ha az egyéni munkakínálat csökken, nő ugyan a szabadidő, azonban a munkaidejét (munkakínálatát) az egyén csak addig csökkentheti, amíg az így megszerzett jövedelmének elköltésével fiziológiai szükségletei még kielégíthetők. Ha a munkakínálat növekszik, vagyis az egyén hajlandó növelni a munkára fordított idejét, (hogy nagyobb jövedelemre és így nagyobb fogyasztásra tegyen szert), szélső esetben előállhat az a helyzet, amikor már nem jut ideje arra, hogy a jövedelmét elköltsé. Minél kevesebb szabadideje marad miközben munkakínálatát növeli, annál értékesebbé válik a szabadidő, és annál magasabb órabér képes csak ellensúlyozni a feláldozott szabadidőt. Végül az így elért jövedelem olyan életminőséget tesz lehetővé az egyén számára, amelyet csak a szabadidő növelésével tehet teljesebbé. Előáll az a helyzet, hogy a munkabér növekedése csökkenti az egyén munkakínálatát. Ennek felel meg a munkakínálat sajátosan visszahajló görbéje.

26. ábra: A munka kínálata a munkabér függvényében



A jövedelem növelésére irányuló törekvés és ugyanakkor a szabadidő növekvő értéke együttesen határozzák meg az egyéni munkakínálat függését a munkabértől.

A munka kínálatát azonban a munkabér mellett általában befolyásolja

- a demográfiai helyzet,
- a nők társadalmi szerepének felfogása (a család értéke),

- annak változása (a gyermeknevelés leértékelődése, az önmegvalósítás a hagyományos női szerepekből kilépve, vagy éppen az ellenkező irányú fejlődés) és ennek a nők foglalkoztatására gyakorolt hatása,
- a válások számának alakulása, a nők állásvállalási kényszere,
- a migráció, amely egyes térségekben csökkenti, másokban pedig növeli a munkakínálatot.

A munkabér

A felsorolt körülmények által befolyásolt munkakínálat és a vállalkozások munkakereslete határozza meg társadalmi szinten a **bérszínvonalat**, ami az árszínvonallal analóg fogalom.

A munkabérek azonban – mint tapasztalatból tudjuk – nagyon különbözőek. Ennek okai

- A termelés különböző területein mutatkozó munkatermelékenység különbségek (az egységnyi munkával előállított termékmennyiség értéke más és más)
- Kompenzációs okok, amelyek kompenzációs bérkülönbségekhez vezetnek. Az így előálló bérkülönbségek a munka jellegéből adódó eltérő kínálattal állnak összefüggésben. Így vannak:
- Magas és alacsony társadalmi megbecsüléssel járó munkahelyek, (pl. íróasztalhoz kötött, illetve személyi szolgáltatást nyújtó munkahelyek.) Ilyenkor az alacsony presztízst magasabb bér kompenzálja.
- Vonzó és kevésbé vonzó foglalkozások (pl. kellemetlen szaggal, magas hőmérséklettel vagy szennyeződéssel járó tevékenységek) esetén ugyancsak magasabb bérrel kell kompenzálni a kellemetlen munkakörülményeket,
- A használdozat kompenzációt igénylő foglalkozások. Pl. a közép-, vagy felsőfokú szakképzettségűek bérének kompenzálnia kell a képzési idő során elmaradt jövedelmeket és a képzés (tandíj, tankönyvek stb.) költségeit is. E humántőke befektetés megtérülését jelentő bérkülönbség mellett a magasabb képzettséggel összefüggő nagyobb munkatermelékenység már nem kompenzációs bérkülönbségben mutatkozik meg.
- Rendkívüli adottságokkal rendelkező egyének, akik olyan képességekkel rendelkeznek, amelyekre nézve a kínálat teljesen rugalmatlan. Ilyenkor a munkabér szokatlanul magas, messze a szokásos bérek feletti.

A fenti tényezők mellett figyelembe kell venni azt is, hogy a munkapiac nem tekinthető homogénnek, különösen rövid távon. A nem versenyző foglalkozások más-más piacot jelentenek: a mérnök és a jogász nem ugyanazon a piacon jelentkezik munkakínálatával.

A béralakulást kompetitív feltételek esetén a kereslet és kínálat egyensúlya határozza meg. Nem kompetitív feltételek esetén viszont a minimálbérre vonatkozó előírások és a monopolhelyzet (adott településen, vagy régióban egyetlen termelővállalkozás) lehet meghatározó.

A vállalkozásnak mindezekkel a tényezőkkel számolnia kell, amikor keresletével megjelenik a munka piacán. A konkrét munkabérek meghatározása során a felső határt a profitmaximalizálási törekvés, az alsó határt pedig a létminimum jelenti.

3. Az emberi tényező menedzsmentje

Az alábbiakban tekintsük át azokat a technikákat és módszereket, melyek segítségével a megfelelő minőségű, és mennyiségű munkaerő foglalkoztatása megvalósítható és a vállalat piaci értéke növelhető.

Melyek a **humánerőforrás megszervezésének** legfontosabb lépései [Elbert et al. (1999)]?

1. Emberi-erőforrás tervezés és auditálás
2. Munkakörelemzés és tervezés
3. Erőforrás-biztosítás
4. Munkakör-értékelés
5. Ösztönzés
6. Teljesítményértékelés
7. Emberi erőforrás fejlesztése
8. Munkaügyi kapcsolatok (szakszervezet, érdekképviselő)
9. Emberi erőforrás (EE) információs rendszerének számítógép-alapú megszervezése
10. Kultúraváltás (változásmenedzsment részeként az emberi erőforrás kezelése is változik)

Az **emberi erőforrás tervezés** a külső és belső feltételek, kondíciók feltárása segítségével, a vállalati célokkal összhangban alakítja ki a vállalat számára leg-hatékonyabb személyzeti politikát. A humánerőforrás tervezése három fő fázisra bontható:

1. Elemzés: a jelenlegi állomány – ha van – létszámának, jellemzőinek feltárása, a kívánt jövőbeni állapottal való összevetése.
2. Akciótervezés: a megvalósítás feltételeinek számbavétele.
3. Munkaerő-tervezés.

27. ábra: A munkaerőigény és -kínálat összevetése

Munkaerőigény		Munkaerő kínálat
	Eltérések	
Felesleg		Hiány

Forrás: Elbert–Karoliny–Farkas–Poór (1999)

Létszámigény meghatározásának különböző technikái ismertek:

- Trendelemzés: Az elmúlt időszak vonatkozásában – ha van múltja a vállalatnak – legalább 5 évre visszanyúlóan megvizsgálják a létszám alakulását
- Arányelemzés: a tevékenység elvégzéséhez szükséges különféle munkakörök egymáshoz viszonyított mennyiségének összevetése, illetve a létszám és valamilyen pénzügyi mutató (árbevétel) arányának kiszámítása
- Korrelációelemzés: statisztikai módszer, mely egymással kapcsolatba hozható tényezők egymáshoz való viszonyának erősségét mutatja meg, ebben az esetben a létszámalakulást befolyásoló tényezők hatásának számszerűsítésére szolgál
- Időtanulmányok: a termeléshez szükséges munkaóra és az ennek megfelelő létszám meghatározása
- Szakértői megítélés: a menedzserek tapasztalatának felhasználása a létszámigény becslésére
- Delphi módszer: az összes érintett szakértő véleményének összevetése

Munkaerő-kínálat előrejelzésekor figyelembe kell venni mind a meglévő belső, mind pedig a külső munkaerőben rejlő potenciált.

A belső munkaerő feltérképezéséhez először is a különböző szakképzettségekkel rendelkező munkaerőállomány szortírozását kell elvégezni. Majd a meglévő állomány korábbi időszakban jellemző fluktuációjának okait szükséges számba venni (felmondás-elbocsátás, nyugdíjazás stb.). Fontos képet alkotni a különböző területek közötti belső mozgások indokairól, a rejtett tartalékok felszabadításának lehetőségéről.

A külső munkaerő-piaci kínálat előrejelzése magába foglalja a vállalat településéhez közeli cégek felszámolásának, illetve új cégek alapításának figyelemmel kísérését, az önkormányzat által közzétett helyi munkanélküliség ráta ismeretét, a tömegközlekedési lehetőségek, a szakmaspecifikus oktatási intézmények kibocsátási mennyiségének feltárását.

A **munkaerőigény és a kínálat összevetése** csak igen ritka esetben fedi egymást. Az igény és kínálat közötti eltérés főleg, illetve hiány formájában nyilvánul meg. Mi a teendő e két esetben?

Amennyiben munkaerő *felesleg* jelentkezik, a vállalat az alábbi módszerekhez folyamodhat:

- létszámstop;
- spontán lemorzsolódás;
- előnyugdíj;
- átképzés;
- munkahétsökkentés;
- elbocsátás;
- tömeges létszámleépítés.

Ha *hiány* jelentkezik a munkaerő-gazdálkodásban, akkor a következő lépések tehetők:

- felvétel;
- visszahívás;
- átképzés;
- alvállalkozók;
- túlóra;
- termelékenység-fokozás.

Emberi erőforrás tervezésekor azonban nem elegendő a mennyiségi kritériumoknak megfelelni, egyre fontosabbá válik a humán erőforrás minőségének, értékének a vizsgálata is. Ezt nevezzük – a pénzügyi-számvitel terminológiából átvett szakkifejezéssel élve – auditálásnak. Az auditálás lényege, hogy a munkaerő-állományt hatékonyság, termelékenység, eredményesség szempontjaiból elemzi.

Az **értékelésnek** különféle **módszerei** ismertek, melyek közül az alábbiakban felsorolunk néhányat:

- *Viszonyszám-elemzés* vagy mutatószám-menedzsment: különféle termelékenységi, hatékonysági mutatók számítása, személyi jellegű

költségek és a termelési adatok, eredmények, árbevétel összevetése és elemzése

- *Kulcscélok teljesülése*: annak vizsgálata, hogy a tervezéskor megfogalmazott személyzeti célok milyen mértékben teljesültek a megvalósulás során
- *Hangulatjelzők és -felmérések*: kérdőívek, interjúk segítségével felméri a vállalatnál uralkodó hangulatot
- *Minőségmenedzsment* (belső piackutatás): azt itt elvégzett tesztelési eljárásnak a humánpolitikai, személyzeti (osztály) hatékonyságának felmérése a célja

A humánerőforrás menedzselésének második lépcsőfoka a **munkakör-elemzés** illetve **-tervezés** [Balogh–Karoliny (2023)]. Három fontos kérdést kell tisztáznunk ahhoz, hogy a megfelelő munkaerő alkalmazását biztosítsuk:

1. Melyek a munkaköri jellemzők?
2. Milyen képességek szükségesek a munkakör betöltéséhez?
3. Melyek az elvárható kompetenciajellemzők

A munkakör specifikációját a munkaköri leírás tartalmazza, amelynek fontosabb elemei az alábbiak:

- munkakör megnevezése,
- szervezeti egység és a felettes beosztásának megjelölése,
- a munkakör létrehozásának célja,
- a munkakörbe tartozó feladatok és felelősségi körök felsorolása és leírása,
- a munkakör betöltéséhez szükséges képességek, képesítések meghatározása.

A jelölttel szemben támasztott követelmények kétfélék lehetnek, részint okmányokkal, referenciákkal igazolható képességek, mint az iskolai végzettség és korábbi szakmai tapasztalat, részint a nehezebben ellenőrizhető ún. kompetenciajellemzők, melyek az egyén magatartásának, személyiségjegyeinek az összességét jelentik. Ez utóbbi speciális tesztekkel, személyes interjúkkal mérhető.

Amennyiben a munkakör még nem létezik, illetve az adott munkakörben dolgozók teljesítménye nem megfelelő, szükséges lehet új munkaköri jellemzők kidolgozására, vagyis a **munkakör tervezésére**. A megfelelő munkakör egy mutatóval jellemezhető: a munkakört betöltő személy teljesítményjavulásával és elégedettségével. Úgy kell tehát „testre szabni” a feladatokat, hogy az mind a vál-

latat, mind pedig az alkalmazott számára a legkedvezőbb legyen. Ennek a célnak az elérése érdekében többféle módszert is kipróbáltak a cégek. Kezdetben a *munkaköri feladatok leszűkítésével*, a specializációval próbálták a hatékony termelést megvalósítani. A túlságosan egyhangú, monoton, rutinszerű feladatvégzés azonban az alkalmazottak jelentős részénél nem vált be, megnőtt a fluktuáció, ami nem szolgálta a vállalat érdekeit sem. Ezt a negatív hatást enyhítendő vezették be a *rotáció* intézményét, ami azt jelentette, hogy a dolgozók többféle munkakörben is kipróbálhatták magukat. Hasonló törekvés volt az ún. munkakörbővítés technikája, ami éppen ellentétesen a specializáció gyakorlatával, minél szélesebben próbálta meghatározni a feladatok skáláját. Ez a fajta munkakörtípus azonban túl sok stresszel járt, a felelősségérzetet, a dolgokba való beleszólás élményét, az önmegvalósítás iránti vágyat azonban nem tudta kielégíteni. Megoldásként a *munkakör gazdagításának* módszere kínálkozott, mely nem horizontálisan, mint a bővítés, hanem vertikálisan, a munkakör mélységének növelésével kívánta az igényes alkalmazott elégedettségét megteremteni.

Ha a cég tevékenysége azt lehetővé teszi, akkor érdemes **alternatív munkaidőrendszereket** is felkínálni a dolgozók számára. Így például bizonyos munkakörök csak *szezonálisan* vagy *részmunkaidőben* is végezhetők. A szellemi munkák többségénél a *rugalmas* munkaidő alkalmasabb megoldás a blokkoló óránál. A modern technika lehetővé teszi az ún. *home office* formát is, amely azt jelenti, hogy a dolgozó fizikálisan nincs jelen a munkahelyén, hanem internetes kapcsolatban áll a céggel, s hálózaton kapja meg feladatait, és ugyanilyen módon juttatja vissza az elkészült anyagot.

A fenti módszerek bármelyike alkalmas lehet egy-egy munkakör meghatározására, azonban mindig azt kell szem előtt tartani, hogy az adott alkalmazott személyiségjegyei, és a konkrét feladat melyik technika alkalmazásakor eredményezik a leghatékonyabb teljesítményt.

A munkaerő mennyiségének és minőségének, valamint a betöltendő munkakör meghatározását követően hozzáfoghatunk magához a munkaerő felvételhez, vagyis az **emberi erőforrás biztosításához**. Az első kérdés, amit tisztáznunk kell, hogy van-e elegendő belső forrásunk (előléptetés, áthelyezés, átképzés stb.), avagy külső forrásokra is támaszkodnunk kell a munkahelyek feltöltésekor. Általában ez utóbbi a jellemző. Ha külső munkaerőpiacról kívánunk emberi erőforrást beszerezni, akkor különféle *toborzási módszerek* alkalmazására van szükség:

- munkaközvetítők,
- betévedők,
- alkalmazotti közvetítés,

- munkaerő-kölcsönzés,
- állásbörzék,
- ösztöndíjas rendszer,
- hirdetés,
- fejevadászok

A legmegfelelőbb ember kiválasztásához pontosan meg kell határozni a munkakört, a kívánatos jelölt jellemzőit, meg kell találni a legmegfelelőbb fórumot, hogy a hír azokhoz a célszemélyekhez jusson el, akik a legalkalmasabbak. Ha elég körültekintően járunk el, akkor optimális esetben egy jelentkező fog ajánlkozni, méghozzá pontosan az, akire a cégnek szüksége van. Ilyen ideális helyzetek a valóságban azonban nem gyakran fordulnak elő. Éppen ezért a toborzást követő lépés a *kiválasztás folyamata*. A legteljesebb kiválasztási procedura az alábbi lépéseket foglalja magába:

- Jelentkezések áttekintése: csak a megadott specifikációknak megfelelő jelöltek kiválasztása
- Kezdeti szűrés: minimumkövetelményeknek való megfelelés vizsgálata
- Jelentkezési lap: a jelölt korábbi szakmai tapasztalatának, referenciáinak értékelése
- Tesztelés: a jelölt – mind szakmai, mint pszichikai értelemben vett – alkalmasságának ellenőrzése
- Interjú: a jelentkező személyes indíttatásainak felmérése
- Orvosi vizsgálat: fizikai alkalmasság ellenőrzése

Ma már a kiválasztásnak új módszerei is bevezetésre kerültek, mint a grafológiai vizsgálat, a munkaminta és az ún. értékelő központokban való csoportos munkavégzés, melynek során a leendő munkakör szimulálásával tesztelik a jelöltek szakmai, emberi, vezetői, és csoportmunkára való képességeit. E módszerek azonban nem túl elterjedtek még és alkalmazásuk meglehetősen költséges.

Vállalati szinten, stratégiai megközelítésben nemcsak az egyes munkakörök megfelelő színvonalú alkalmazottal való betöltése, hanem a munkakörök egymáshoz való viszonya, jelentőségének rangsorolása – és ezzel összefüggésben a fizetési kategóriák kialakítása – válik központi kérdéssé. A vállalat – méretétől függően – több-kevesebb munkakörrel bír, ami alapvetően meghatározza azt, hogy milyen módszerekhez folyamodhat a különféle **munkakörök auditálása**, értékelése során. Kisebb vállalatok számára ajánlott technika az *egyszerű besorolás*, amely előzetes szempontok meghatározása nélkül állít fel fontossági

sorrendet a munkakörök között. Ennek a módszernek valamivel cizelláltabb formája a *páros összehasonlítás*, amely, ahogy a nevében is benne van, párosával hasonlítja össze a munkaköröket: 1 pont a fontosabb, 0 pont a kisebb fajsúlyú, és 1-1 pont az azonos értékűnek ítélt munkaköröknek.

A közalkalmazotti dolgozók besorolásakor közismert módszer az ún. munkakör-osztályozás vagy klasszifikáció, amely egy adott besorolási séma szerint, meghatározott, de nem túl sokféle ismérvek szerint rangsorolja a munkaköröket. Az osztályokhoz szigorú fizetési kategóriák is tartoznak

Komolyabb apparátussal rendelkező, nagyobb vállalatoknál a *tényezőmódszerek*, illetve az ún. *pontozásos módszer* alkalmazása indokolt. A munkakör profilját mindkét eljárás során nagyobb számú tényező alapján határozzák meg. A tényezőmódszer esetében a faktorok összesített értéke, a pontozásos módszernél az összes jellemző (jellemzőkként 10-15 pont adható) pontértéke alapján auditálják a munkaköröket.

A munkakörök értékelése és rangsora megmutatja a vállalat számára, hogy az egyes munkakörök milyen jelentőséggel bírnak a cég számára. Ezáltal arról is informálnak, hogy érdemes-e egyáltalán – és ha igen, mennyi – pénzt, időt, képzést stb. áldozni azért, hogy az adott területen foglalkoztatott dolgozó megfelelő szintű munkát végezzen.

4. Ösztönzésmenedzsment. Motivációs elméletek

A humánerőforrás-menedzsment központi kérdése a megfelelő ösztönzési rendszer kidolgozása. Ennek hiányában a leggondosabban meghatározott munkakör és a legmegfelelőbb alkalmazott sem elegendő biztosíték arra, hogy a vállalat hatékony teljesítményhez jut. A különböző típusú ösztönzési módszerek szoros összefüggést mutatnak a dolgozók – és általában az emberi magatartásról – kialakult általános nézetekkel. Az emberi viselkedés motivációit kutató elméletek az elmúlt évszázadban komoly fejlődésen mentek keresztül. Ennek ellenére ezek a nézetek nem oltják ki egymás hatását, hanem a mai napig együttesen határozzák meg az emberi erőforrás kezelésének vezetői módszereit.

Melyek tehát ezek a **motivációs elméletek**?

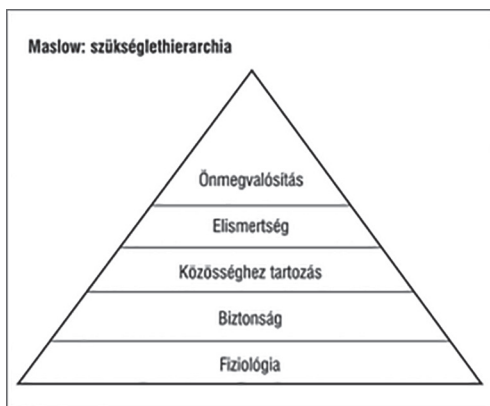
A **tudományos menedzsment**ként aposztrofált elmélet Taylor nevéhez fűződik és a XX. század elején alakult ki. Szemléletében az emberek alapvetően lusták, nem szeretnek dolgozni, nem szeretik a felelősséget, az önállóságot. Egyetlen érdek mentén lehet őket megfogni és ez nem más, mint a pénz. Taylor dolgozta

ki először a teljesítményalapú bérezést (darabbér, órabér, nyereségrészesedés), mely a tudományosan megszervezett munkán alapul (Taylor, 2011).

Az *emberi kapcsolatok* elmélete a XX. század első negyedében éppen a Taylor-i elvekkel ellentétben az emberek érzelmi, szociális lényére irányította a figyelmet. Ebből kifolyólag a vállalati teljesítmény javulását a jó munkahelyi légkör, a szociális szükségletek kielégítés révén képzelték el.

A **szükségletelmélet** kialakulása a XX. század közepére tehető. Két híres képviselője, Maslow (1943) és Herzberg és szerzőtársai (1959), az emberi szükségletek teljességét kívánták feltérképezni anélkül, hogy egyiknek-másiknak kiemelt jelentőséget tulajdonítottak volna. Maslow hierarchikus sorrendet állapított meg az embert motiváló faktorok között, ami azt jelenti, hogy az emberek a hierarchia alján lévő szükségletek kielégítése irányából, szintről, szintre haladnak felfelé.

28. ábra: Maslow-piramis



Forrás: Maslow (1943)

Herzberg az emberi szükségleteket két csoportba sorolta: az ún. higiénias szükségletek az alsóbbrendű vágyakat testesítik meg, míg a. motivátorok a magasabb rendű szükségletek gyűjtőneve. Herzberg úgy látta, hogy az első csoportba tartozó szükségleteket feltétlenül ki kell elégíteni, azonban ez nem jelenti automatikusan a dolgozó elégedettségét, ehhez ugyanis a második csoport, a motivátorok kielégítése is szükséges.

Az *x és y elmélet* megalkotója Douglas McGregor (1960), aki figyelembe veszi azt a tényt, hogy az emberek nem egyformák. Alapvetően kétféle embertípust különböztet meg, akik a vállalat szempontjából teljesen eltérő bánásmódot igénylenek. Az *x* típusú ember hasonlít a Taylor-nál bemutatottra, így ösztönzése is csak magasabb bérrel, illetve elbocsátással való fenyegetéssel lehetséges. Az *y*

típusú ember azonban autonóm, kreatív, innovatív, ambiciózus. Őket a jutalom túlmenően az elismerés, a megbecsülés és kibontakozásuk biztosítása ösztönzi a nagyobb teljesítményre

Az **elváráselmélet** az 1960-as években született, atyjának Vroom (1964) tekinthető. Az elmélet lényege az erőfeszítés – teljesítmény – jutalom hármasa és ezek szoros kapcsolata. Amennyiben a javadalmazás nincs arányban a megtett erőfeszítésekkel és azok eredményével, akkor a dolgozók elégedetlensége nőni fog.

Az **igazságosságelmélet** az elváráselméleten alapul, azt fejleszti tovább. Az input oldalon az erőfeszítések kibővülnek az iskolai végzettség, a szakmai tapasztalat tényezőivel, míg output oldalon a javadalmazás mellett megjelenik a vonzó jövőkép, a karrier lehetőségének biztosítása is. Az input-output arányának megegyezése ennek az elemeltnek is sarkköve [Dobák–Antal (2016)].

A fenti embertípusok, illetve elképzeléseknek megfelelően az ösztönzés-menedzsment többféle kezelési technikát fejlesztett ki a nagyobb teljesítmény elérése érdekében. Akkor hatékony egy ösztönzési rendszer, ha rugalmas, képes differenciálni és nem kerül túl sokba.

A fenti elméletekből is kiderült, hogy vannak pénzbeli és nem pénzbeli ösztönzők is egyaránt. A továbbiakban a pénzbeli ösztönzők típusaival foglalkozunk. A pénzbeli ösztönzők három főcsoportra koncentrálnak:

- alapbér,
- változóbér,
- juttatások.

Az így felépített bérrendszerek különféle ösztönzési módszerekkel párosulnak:

Hagyományos bérrendszer a szolgálati időn és az érdemen alapul.

A szénioritás, vagy szolgálati idő növekedésével a dolgozók bérszínvonal is emelkedik. Ezzel a módszerrel a vállalatnál eltöltött időt és az így szerzett, felhalmozódott tapasztalatot és a hűséget jutalmazza a cég. Tipikus példa erre a közalkalmazotti bértábla. Az érdem szerinti bérezés lehet sávos (a bér egy bizonyos része, sávja a teljesítménytől függ), lehet osztályok szerinti (közalkalmazottak besorolása, végzettség és letöltött idő szerint), lehet változó mértékű béremelés a teljesítmény függvényében.

Teljesítményalapú ösztönző bérrendszer a szervezet minden szintjén hatékonyan alkalmazható

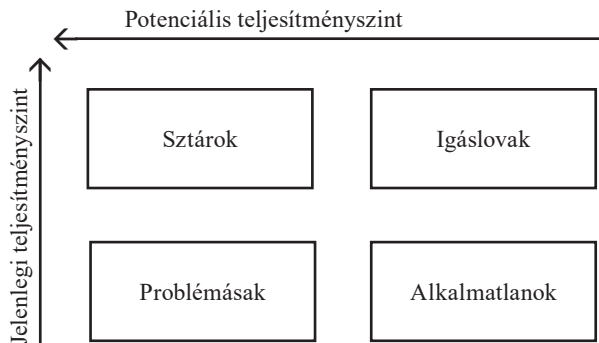
Az egyéni teljesítményalapú ösztönző bér nem válik az alapbér részévé, hanem rugalmasan változik az egyéni eredmények szerint. A

csoportos teljesítmény alapú ösztönzés a teammunka szinergikus hatását kívánja felerősíteni. Ott alkalmazható hatékonyan, ahol az egyéni munka nem választható el a többiek teljesítményétől. A vállalati teljesítmény alapú bérezés, a profitból való részesedés a vállalattal való azonosulást hivatott szolgálni. Gyakrabban a menedzsment javadalmazásának része, de az alsóbb szinten dolgozók bevonására is alkalmas.

A kompetenciaalapú bérrendszer nem output (eredmény) orientált, mint a másik két forma, hanem az input (kompetenciák, képességek) alapján differenciál a dolgozók között. A kompetenciákhoz tartozó bérek széles sávban mozognak. A sávon belül mindenki a teljesítmény alapján kap fizetést.

Meg kell még említenünk a felsővezetők javadalmazásának speciális formáját is. Esetükben ugyanis a vállalati nyereségben való érdekeltséget különösen ki kell hangsúlyozni. Ennek módszere a nagyobb vállalatoknál alkalmazott részvényopció vagy részvénycsomag beépítése a menedzsment éves jövedelmébe. Ha már mindent megtettünk, amit a humánerőforrás megfelelő kezelése megkövetel (munkakörök tervezése, alkalmazott kiválasztása, munkakörök értékelése, ösztönzési rendszer kidolgozása és működtetése), akkor megszereztük a jogosítványt ahhoz, hogy kiértékeljük az alkalmazottak teljesítményét is. A **személyzet auditálásának** célja megállapítani, hogy az alkalmazott jelenlegi teljesítménye hogyan viszonyul a munkakörben rejlő potenciális teljesítményszinthez [Balogh–Karoliny (2023)]. Az alkalmazottak teljesítménye – hasonlóan a vállalat stratégiai pozíciójának meghatározásához, a BCG modellhez – az alábbi mátrix szerint csoportosítható.

29. ábra: Alkalmazottak értékelése a teljesítményük alapján

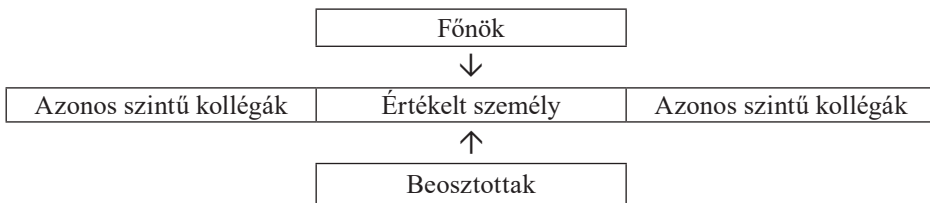


Forrás: saját szerkesztés Elbert–Karoliny–Farkas–Poór (1999) kézikönyv alapján

Vannak tehát kimagaslóan teljesítő alkalmazottak(sztárok), olyanok, akik maximális teljesítményt hoznak ki a nem túl jelentős munkakörükből (igáslovak). Vannak, akik sokkal jobban is dolgozhatnak (problémás alkalmazottak), és akiktől záros határidőn belül meg kell szabadulni (hasznavehetetlenek).

Felvetődik a kérdés, hogy ki alkalmas a teljesítmények értékelésére. A legegyszerűbben úgy vághatjuk el az értékelő személye körüli vitákat, ha mindenkit megkérdezzünk, hiszen így minden szemszögből megvilágítást nyer a dolgozó munkája.

30. ábra: a munkateljesítményt értékelők típusai



Forrás: saját szerkesztés az Elbert–Karoliny–Farkas–Poór (1999) kézikönyv alapján

Ha a munkakör ügyfelekkel való intenzív kapcsolatot feltételez, akkor a vállalaton kívülről jövő észrevételek, kritikák, elismerések figyelembevétele is informatív lehet.

A teljesítményértékelésnek többféle technikája is ismert:

- *Véleményezésen alapuló:* a módszer emlékeztet a munkakör értékelésnél elmondottakra. A megkérdezettek valamilyen szempont szerint rangsorolják, összehasonlítják, osztályozzák az értékelt személy teljesítményét.
- *Magatartásformán alapuló:* a munkakörben megkövetelhető magatartásformáknak való megfelelés adott időszakra vonatkozó megfigyelése, és egy adott skálán való értékelése
- *Célkitűzésen alapuló:* a munkakörben elérendő célok meghatározása, és azok megvalósításának mérése.
- *Teljesítménymenedzsment:* a vállalati cél és az egyéni célok rendszerbefoglalása, a mennyiségi célok mellett minőségi célok figyelembevétele, testre szabott értékelés

A teljesítményértékelés eredményeképpen az első lépés annak eldöntése, hogy van-e egyáltalán valami gond, vagyis a potenciális és a tényleges teljesítmény eltér-e egymástól. Ha van eltérés, akkor mi lehet ennek az oka?

- Ismeri-e a beosztott munkaköri kötelezettségeit?
- Van-e visszajelzés és annak formája kellően hatékony-e?
- Van-e külső akadálya a megfelelő munkavégzésnek?
- Van-e belső akadálya a megfelelő munkavégzésnek (képességek hiánya)?
- A gondot a motiválás hiánya okozza-e?

A fenti kérdések megválaszolása az eddigi humánerőforrás-menedzselési módszereink felülvizsgálatát követelheti meg. Újra kell gondolni, mind a munkakör meghatározását, mind a személy alkalmasságát, mind pedig az ösztönzési rendszert.

A humánerőforrás menedzsment tradicionális lépésein végighaladtunk, azonban érdemes néhány szót ejteni a modern személyzeti politika további feladatairól is.

A cégek egyre nagyobb hangsúlyt fektetnek **alkalmazottaik** képzésére és **fejlesztésére**. A vállalat valamennyi termelési tényezője esetében csak akkor maradhat versenyben a piacon, ha azokat minél hatékonyabban tudja felhasználni és folyamatosan a változó, és növekvő igényekhez igazítani. Nem kivétel az emberi erőforrás sem. Ennek érdekében az alkalmazottak szakmai továbbképzése és képességfejlesztése elengedhetetlen. Ez egy soha véget nem érő folyamat, amely az alkalmazottak hosszútávú céljainak megvalósítását életpálya-tervezés és karrier-tervezés révén is segíti. Az egyes dolgozóknak – akár a vállalat egészének – végig kell járnia az életpálya különböző szakaszait, a növekedéstől, a kibontakozáson és az érettségen át a hanyatlás periódusával bezárólag. A különböző életszakaszok különböző képzési szükségleteket jelentenek, melyek megtervezése és menedzselése megint csak a humánerőforrás-menedzsment feladata [Balogh–Karoliny (2023)].

Kérdések, feladatok

1. Mit jelent a termelési tényezők származékos kereslete?
2. Mi a határtermék?
3. Mi a különbség a technikai és a gazdasági hatékonyság között?
4. Miként alakul a föld bérleti díja és a föld ára?
5. Sorolja fel a munka keresletét befolyásoló körülményeket!
6. Mi okozza a munka kínálati görbéjének visszahajlását?
7. Sorolja fel a munka kínálatát befolyásoló körülményeket!

8. A munkabérek különbözőségének milyen fő okai vannak?
9. Sorolja fel a kompenzációs bérkülönbségek okait!
10. A vállalkozás milyen határok között állapíthatja meg a munkabért?
11. Melyek a humánerőforrás tervezésének fő fázisai? Milyen módszerekkel állapítható meg a létszámigény?
12. Mit nevezünk auditálásnak, és mik a módszerei?
13. Mit takar a munkakörelemzés fogalma? Mi a különbség az ún. *igazolható képességek* és a kompetenciajellemzők között?
14. Mikor van szükség munkakör tervezésre? Milyen módszerekkel valósítható meg?
15. Ismertesse a humánerőforrás kiválasztásának folyamatát!
16. Milyen módszereket alkalmaznak a vállalatok a munkakörök auditálása során?
17. Milyen ösztönzési rendszereket (motivációs rendszereket) ismer?
18. Hogyan differenciálhatóak a pénzbeli ösztönzők?
19. Mit ért a személyzet auditálása alatt? Miért van rá szükség, és melyek a főbb módszerei?
20. Miért lehet szükséges életpályamodellek kialakítása?

Felhasznált irodalom

- Balogh G. – Karoliny Mártonné: *Az emberi erőforrások menedzselése. Konceptiók, technikák nemzetközi kitekintésben*. Budapest, Akadémia Kiadó, (2023).
- Dobák M. – Antal Zs.: *Vezetés és szervezés. Szervezetek kialakítása és működtetése*. Budapest, Akadémia Kiadó, 2016.
- Elbert N.F. – Karoliny Mártonné – Farkas F. – Poór J.: *Személyzeti/emberi erőforrás menedzsment kézikönyv*. Budapest, KJK, 1999.
- F.Herzberg – B. Mausner – B. B. Snyderman: *The Motivation to Work*. New York, John Wiley & Sons, 1959.
- D. McGregor: *The Human Side of Enterprise*. New York, McGraw-Hill, 1960.
- A. H. Maslow: A Theory of Human Motivation. *Psychological Review*, Vol. 50., N. 4. (1943) 370–396.
- Misz J. – Tömpe F.: *Közgazdaságtan II. (Makroökonómia)* Debrecen, DE AMTC AVK, 2007.
- F. W. Taylor : *A tudományos vezetés alapelvei*. Budapest, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 1911.

P. A. Samuelson – W. D. Nordhaus: *Közgazdaságtan*. Bővített, átdolgozott kiadás. Budapest, Akadémia Kiadó, 2012.

J. Schumpeter: *The theory of economic development*. Cambridge (MA), Harvard University Press, 1934.

V. H. Vroom: *Work and Motivation*. New York, John Wiley & Sons, 1964.

7. FEJEZET

TERMELÉSIRÁNYÍTÁS

A vállalkozások működésének közgazdasági vonatkozásai nem érthetők meg a vállalkozások reálfolyamatainak áttekintése nélkül. Visszaemlékezve a piaci mechanizmus tanulmányozására, a vállalkozásokkal összefüggésben reálfolyamatnak nevezzük a szoros értelemben vett termelést, azt a folyamatot, melynek során a termelési tényezők, az erőforrások megszerzésével és célirányos kombinációjával létrejön és a piacon megjelenik a szükségletek kielégítésére alkalmas jószág.

A termelésre szűkített vizsgálódások körében különösen indokolt a hagyományos termelési tényezők – a föld, a munka és a tőke – mellett azoknak a vezetési, tervezési, szervezési és ellenőrzési teljesítményeknek a számbavétele, amelyeket összefoglalóan **diszpozitív termelési tényezőkként** szokás megjelölni, s amelyek nélkül a hagyományos termelési tényezők rendelkezésre állása esetén sem valósulhat meg a termék előállítás. Ezért a diszpozitív termelési tényezők a termelés nélkülözhetetlen feltételei.

A termelésben a termelési tényezőket a gazdaságosság követelményének megfelelően kell alkalmazni. A **gazdaságosság** mérőszáma a termelésből származó árbevétel és a bevétel elérése érdekében felhasznált termelési tényezők költségének hányadosa. A gazdaságosság mellett a reálfolyamatot egy másik mérőszámmal – a **termelékenység** – is jellemzik. Ez az egyes termelési tényezők egységnyi mennyiségének felhasználásával előállított termék mennyiségéről ad tájékoztatást [Samuelson–Nordhaus (2012)]. Így pl. a

$$\text{Munkatermelékenység} = \frac{\text{Előállított termék mennyiség}}{\text{Ledolgozott munkaórák}}$$

A gazdaságosság és a termelékenység mutatóinak alakulása a vizsgált vállalkozási tevékenység, a termelés egymást követő (pl. éves) időperiódusait

teszi összehasonlíthatóvá, ezért nem a mutatószámok abszolút nagysága, hanem változásának iránya és nagysága érdemel figyelmet az üzemgazdaságtan szempontjából. Ezeknek a mutatóknak az alakulására éppen a diszpozitív termelési tényezők hatnak.

A vállalkozások jelentős része anyagi javakat, fogyasztási cikkeket, vagy tőkejavakat állít elő. Más vállalkozások viszont szolgáltatásokat nyújtanak. Noha közgazdasági szempontból ez utóbbiak a termelő vállalkozásokhoz hasonlóan vizsgálhatók, a reálfolyamatok tekintetében a szolgáltatások különböznek az anyagi javak termelésétől. A továbbiak az anyagi javak termelési folyamataira vonatkoznak.

A termék előállításához szükséges – szorosan vett – anyagmegmunkáló és anyagfeldolgozó tevékenységek együttese a tulajdonképpeni gyártás. Ezek képezik a fő gyártási folyamatot. A fő gyártási folyamat egy sor előkészítő és kiegészítő tevékenységet igényel [Vörös (1999)]. Ezek jelentősen befolyásolják a gyártás és így a gyártás gazdaságosságát, ezért fontos számbavételük és rövid ismertetésük:

- gyártmánytervezés,
- gyártástervezés,
- minőségellenőrzés,
- anyaggazdálkodás,
- marketing,
- üzemfenntartás,
- kutatás és fejlesztés.

1. A fő gyártási folyamatok

A **gyártmánytervezés** az előállítandó termék műszaki és gazdasági szempontok szerinti megtervezése.

A **gyártástervezés** magában foglalja a termék előállításához szükséges termelési tényezők meghatározását. Itt dől el, hogy a termék a rendelkezésre álló berendezésekkel előállítható-e, illetve, hogy milyen berendezések, eszközök szükségesek a gyártáshoz. A gyártástervezés során kell gondoskodni arról, hogy az előállítandó termékmennyiség és a termelőberendezések gyártási kapacitása megfeleljenek egymásnak, illetve arról, hogy az egyes termelőberendezéseken elvégzendő műveletek a berendezések lehetőségei szerinti kapacitáskihasználását a gazdaságossági követelményeknek megfelelően biztosítsák. A szükséges munkaerő, illetve a munkaerő és a termelőberendezések arányának meghatáro-

zása ugyancsak a gyártástervezés feladata. E szempontok mérlegelése nyomán határozható meg pl. az, hogy a termék előállításához szükséges alkatrészek, vagy részegységek az üzemben készüljenek-e, vagy pedig ún. beszállító cégek állítsák-e elő azokat.

A gyártástervezés mozgásterét többnyire az üzem adottságai által behatárolt gyártásszervezési eljárások, valamint a gyártandó termék típusválasztékától és mennyiségétől függő gyártási eljárások befolyásolják. Ezekre a következőkben még részletesebben ki fogunk térni.

A **minőségellenőrzés** a gyártási főfolyamat része, mégis indokolt külön is megemlíteni. Ez a tevékenység a beérkezett anyagok, a gyártás egyes szakaszaiban elvégzett műveletek, végül a végtermék minőségének ellenőrzésére egyaránt kiterjed. A minőségellenőrzés, illetve az ellenőrzött minőség az elérhető profitot lényegesen befolyásolja. Ez nem csupán azt jelenti, hogy a nem megfelelő minőségű végtermék (ami az alapanyagok vagy a gyártás nem megfelelő minőségének logikus következménye) nem, vagy csak alacsonyabb áron, esetleg csak veszteséggel adható el, hanem azzal is számolni kell, hogy a nem megfelelő minőségű alapanyag, vagy gyártás indokolatlanul növelheti a költségeket. Mit jelent ez? A válasz a mindenkori „megfelelő minőség” értelmezésével adható meg. A végtermék minősége akkor megfelelő, ha a termék a piaci áron értékesíthető. Az így meghatározott termékminőség biztosításához kell igazodnia a felhasznált anyagok és a gyártás minőségének. E szükséges és elégséges követelmény teljesítésére hivatott a minőségbiztosítás. Ez azt is jelenti, hogy a minőséget gondosan meg kell tervezni, úgy, hogy a megfelelő minőség az egész gyártási folyamatban érvényesüljön. A fentiekre az autógyártás szolgálhat példaként. Ha tudjuk, hogy az autó karosszériája tíz év alatt elrozsdásodik, akkor nem érdemes a motort olyan jó minőségű (és ezért drága) anyagból, illetve olyan költséges konstrukcióval elkészíteni, ami a motor pl. 15 vagy esetleg 30 éves használhatóságát garantálná. A karosszéria hosszabb élettartamára pedig azért nem érdemes a minőséget tervezni, mert az autótípus addigra feltehetőleg erkölcsileg elkopik (új, korszerűbb típusok kerülnek forgalomba)

2. Anyaggazdálkodás

Az **anyaggazdálkodás** az anyagbeszerzés és a raktározás feladatait öleli fel. Mivel az anyaggazdálkodás minősége (pl. a forgóeszközlektetés folytán) jelentősen befolyásolja a vállalkozás gazdaságosságát, ezért ezzel részletesebben foglalkozunk.

Az anyaggazdálkodás feladata az, hogy a termeléshez szükséges anyagokat és alkatrészeket biztosítsa, mégpedig a gazdaságosság követelményének megfelelően. Úgy kell tehát a gyártást kiszolgáltatnia, hogy a felmerülő költségek összességükben a lehető legkisebbek legyenek.

Ha a termelési folyamat során a megrendeléstől kezdve nyomon követjük a végtermék előállításához szükséges anyagok útját, és ehhez hozzászámítjuk a végtermék értékesítéséig terjedő szakaszt is, akkor erre az anyagok fizikai mozgását jelentő útra felfűzhető a vállalkozás teljes termelőtevékenysége. Az **anyagbeszerzés**, a gyártási folyamat egyes fázisai között, a zavartalan – egyben költségminimumra törekvő – termeléshez szükséges **készletezés (raktározás)**, valamint a **végtermék értékesítésével** összefüggő raktározás és szállítás mint fizikai anyagáramlás és az ennek feltételét képező **információs folyamatok** (pl. készletfigyelés, a termelés anyagszükségletére vonatkozó információk, rendelésfeladás stb.) együtt alkotják a vállalkozás **logisztikai rendszerét**. A logisztika jelentőségét bizonyítja, hogy az anyagellátás, utánpótlásbiztosítás már az ókorban is a – korántsem gazdasági vállalkozásnak tekinthető – hódító hadjáratok sikerének záloga volt. Önálló tudománnyá a két világháború során vált, s eredményei a hadtudományok területéről kerültek át a gazdasági versenyben való talpon maradásért, vagy előnyszerzésért küzdő vállalkozásokhoz [Koltay (2009)].

A fentiekből külön fel kell hívni a figyelmet arra, hogy a logisztika feladata kiterjed a gyártási folyamat egyes fázisai közötti anyagáramlásra, illetve készletezésre is. (Pl. műhelyrendszerű gyártás esetén az anyag/félkésztermék továbbítása szakaszosan történik, ezért gondoskodni kell megfelelő készletekről az egyes műhelyeken belül.)

Az anyaggazdálkodás egyik legfontosabb, a termelési költségeket nagymértékben befolyásoló feladata az **optimális anyagrendelési mennyiség** meghatározása. Korántsem közömbös ugyanis, hogy egy adott időszakban (pl. egy évben) előállítandó termékmennyiség előállításához szükséges anyagokat hány alkalommal rendelik meg. Ha évente csak egy alkalommal rendelnek, akkor a teljes évi anyagszükségletet kell megrendelni, és ez a mennyiség egyszerre érkezik meg, ha viszont pl. havonta történik a rendelésfeladás és az ennek megfelelő anyagbeérkezés, akkor az évi mennyiségnek csupán tizenketted részét érinti egy megrendelés [Chikán (2023) 409–470.].

Az **anyagbeszerzés költségei csökkennek** akkor, ha az egy alkalommal megrendelt anyagmennyiséget növelik, mert

- a fajlagos (vagyis az egy végtermékre vetített) megrendelési költségek kisebbek (pl. mert az adminisztráció – a megrendelőlevél elkészítés,

- megrendelés nyilvántartása stb. – költségei kis- vagy nagytételű megrendelés esetén ugyanakkorák),
- nagytételű megrendelés esetén árengedményt lehet elérni.
 - Viszont a nagyobb rendelési mennyiség a **raktározási költségeket növeli**, mert
 - nagyobb raktárhelyiség és raktári berendezés szükséges, ami nem csupán nagyobb beruházási ráfordítással jár, hanem az üzemeltetési költségeket is növeli (fűtés, világítás, biztonsági berendezések stb.),
 - nagyobbak a bérköltségek,
 - magasabb a raktárban tárolt anyagban lekötött tőke,
 - magasabbak a biztosítási költségek,
 - a hosszú tárolás során az anyagok esetleges minőségromlása veszteséget okoz.

A fentiekből is nyilvánvaló az anyaggazdálkodás költségminimalizálási problémája: a beszerzési, illetve a raktározási költségek csökkentése általában csak egymás rovására valósítható meg, ami azt jelenti, hogy az anyaggazdálkodás költségeinek minimalizálása a beszerzési és raktározási költségek együttesének minimalizálásával érhető el. Optimális rendelési mennyiség esetén a beszerzési költségek és a raktározási költségek külön-külön ugyan nem lesznek a legkisebbek, azonban e költségek összegének minimuma lesz.

A raktáron lévő anyagmennyiség arra szolgál, hogy két anyagszállítás között fedezze a termelési folyamat anyagszükségletét. Az így elfogyó anyagmennyiséget nevezik *folyó készletnek*. (Meghatározása az átlagos utánpótlási idő és a napi anyagfelhasználás összeszorozásával történik.)

A folyó készlet mellett további raktározott anyagmennyiségre is szükség van attól függően, hogy milyen szállítási bizonytalansággal kell számolni: ha a termeléshez szükséges anyagokat a szállítók pontosan szállítják, akkor ez az ún. *biztonsági készlet* (más néven minimális készlet) kicsi lehet, de ha a szállításban késedelemre kell számítani, akkor a biztonsági készlet a figyelembe vett késedelmi napok száma és a napi anyagfelhasználás szorzataként határozandó meg. A biztonsági készlet meghatározásakor figyelemmel kell lenni arra is, hogy az esetleges anyagihiány milyen költségeket von maga után. (Elmaradt haszon, más forrásból történő beszerzés rendkívüli költsége, a késedelmes végtermék-szállítással együtt járó kötbér, állásidőből adódó többletköltségek, esetleges túloraköltségek stb.)

A *maximális készlet* a folyó készlet és a biztonsági készlet összege.

A raktározási költségekre jellemző átlagkészlet pedig a folyó készlet és a biztonsági készlet összegének felével egyenlő. Az átlagkészletet adott időszakra, pl. egy évre vonatkozóan határozzák meg, ilyenkor az év eleji készlet és az év végi készlet összegének a fele az átlagkészlet. Ha az évközi készletingadozás nagy, akkor havi átlagkészletszámítás is indokolt lehet, ugyanis ilyenkor az éves átlagkészlet elfedi a tényleges készletezési költségalakulást.

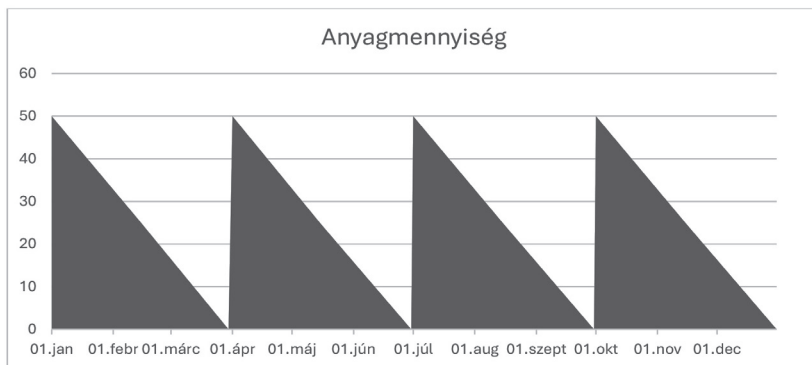
Minthogy az anyagmegrendelés és az anyagszállítás között idő telik el, a rendelést nem elegendő akkor feladni, amikor a raktárkészlet már a biztonsági készlet szintjére apadt. A rendelés időpontját ezért az határozza meg, hogy a raktárkészlet mikor csökken le a *jelzőkészlet* szintjére. A jelzőkészlet szintjének elérésekor feladott rendelés időpontjától a szállítás időpontjáig éppen a biztonsági készlet szintjéig csökken a raktárkészlet (feltéve természetesen, hogy nincs szállítási késedelem) [Chikán (2023) 409–470].

Az anyaggazdálkodási költségek csökkentésére irányuló törekvések több tipikus készletezési rendszer kialakításához vezettek. E rendszerek főként a rendelés időpontjától és a rendelt mennyiségtől függően különböznek egymástól. A rendelés történhet rögzített időközönként, vagy pedig előre meghatározott készlet szint elérésekor. Előbbi esetben a rendelési mennyiség, utóbbi esetben pedig a rendelési időpont változik.

A rendelési mennyiség állandósága mellett is szólnak érvek, de ugyanígy követendő szempont lehet az a követelmény, miszerint a megrendelt mennyiség éppen a maximális készletig növelje meg a készlet szintet.

A következő ábra az ún. *fűrészfogmodell*nek megfelelő készletezési rendszerben mutatja a készlet szint időbeli alakulását és a készletgazdálkodás szempontjából figyelembe veendő készlet szinteket.

31. ábra: Anyagrendelés alakulása a fűrészfog modell szerint



Forrás: saját szerkesztés

Az ábra időben egyenletes anyagfelhasználást tételez fel, ezért a rendelési időköz kötött lehet. Ha ez a feltétel nem teljesül, akkor a költségminimalizálás érdekében a mindenkorai rendelési időközt a tényleges anyagfelhasználásnak, illetve a jelzőkészletszintnek megfelelően kell meghatározni.

Az eddigiekből nyilvánvaló, hogy a szállítási késedelem nagyon megnövelheti a költségeket. (Az ún. szállítási fegyelem alacsony szintje rendkívüli mértékben megnövelheti a biztonsági készletszintet és ezzel együtt a raktározási költségeket közvetlenül befolyásoló átlagkészletszintet.) Érthető tehát, hogy a bolygóvállalatok tárgyalása során említett beszállítói kapcsolatok kiemelten fontos eleme (a minőségi követelmények mellett) a szállítási határidők feltétel nélküli betartása.

Az anyaggazdálkodás legfejlettebb megoldását az ún. **JIT** (*Just in time*) rendszer képezi. Ez a rendszer oly módon küszöböli ki a raktározási időt, illetve a készletezést, hogy a gyártáshoz szükséges anyagokat a termelés éppen esedékes anyagszükségletének megfelelően szállítják, azok azonnal felhasználásra kerülnek. A JIT vagy más néven karcsúsított termelés (hiszen szinonim fogalmakként használja a szakirodalom) elsődleges célja a „zsírpárnák”, vagyis a felesleges készletek eltüntetése, azt termelni, annyit és akkor, amit, amennyit, és amikor a kereslet azt megkívánja, tükörfordítással, a mindent éppen időben szállítás illetve előállítás megvalósításán keresztül [Vörös (1999); Koltay (2009)]. A JIT lényege az alábbi, japán fogalmakkal írható le:

- Jidoka módszer: a problémák felszínre hozása, a problémák gyökereinek feltárása, a problémák azonnali kezelése, az információkat a fizikai folyamatokhoz közelíteni, egyértelmű minőségi előírások, a dolgozók felhatalmazása.
- Kaizen elv: a problémák folyamatos megoldása, a folyamatok folyamatos tökéletesítése.
- Andon zsinór: a szerelő szalagon a munka 70%-os teljesítésnek helyét sárga színű vonal jelzi, ha a vonal eléréséig nem sikerül befejezni a szükséges műveleteket, akkor kell meghúznia a munkásnak az andon zsinórt. Ha a probléma nem oldódik meg, akkor le kell állítani a szalagot.
- Heijunka módszer: tervezési módszer, éves horizontú, mely egyenletesen terheli meg a munkanapokat mind a termelési volumen, mind pedig a típusok számának vonatkozásában: egy munkanap leképezi a teljes termelési struktúrát, a terv módosítható az aktuális keresletnek megfelelően utoljára a teljesítési hónap előtt két hónappal.
- Kanban kártya: a kártyán szerepel az alkatrész kódja, mennyisége, ez jelzi, hogy mikor és hová kell szállítani az alkatrészeket tartalmazó

konténereket, segítségével az információk, a vezérlés a termelési folyamatokhoz a legközelebb kerülnek.

- Beszállítói rendszer: egy jelentős szállító van, közel az anyavállalat telephelyéhez, mely átveszi és alkalmazza a JIT rendszert, tehát „időben” szállít és olcsón. Szoros kapcsolat van a két cég között.

A JIT segítségével tehát mind a lekötött forgótőke, mind az anyagmozgatás költségei mérséklődnek. A JIT rendszer – a szállítókkal való szoros kapcsolatnak köszönhetően – maximalizálni tudja a szállítás biztonságát és gyorsaságát (megbízhatóság, sebesség). A jidoka elv, a hibák folyamatos és azonnali feltárása révén a termelés magas minőségi színvonalát biztosítja. A Heijunka tervezési módszer segítségével pedig a termelést az aktuális keresletnek megfelelően tudja alakítani (rugalmasság).

3. A gyártási folyamatok kisegítő tevékenységei

A **marketing** tevékenység a gyártott termék piachoz való illeszkedését, illetve a vállalkozás piacra való hatását hivatott biztosítani. A marketing témakörével külön fejezetben foglalkoztunk

Az üzemfenntartás és karbantartás a fő gyártási folyamat zavartalan működését biztosító kisegítő tevékenység. Csak igényes szervezése és gondos tervezése révén kerülhetők el azok a kisebb, vagy nagyobb üzemzavarok, amelyek a vállalkozás gazdaságos működését sodornák veszélybe.

A **kutatás és fejlesztés** feladata új termékek kifejlesztése, illetve az ehhez szükséges kutatási feladatok elvégzése, valamint a már gyártott termékek továbbfejlesztése. A fejlesztési tevékenység kisebb-nagyobb mértékben minden üzemre jellemző, azonban az új ismeretekre és azok alkalmazási lehetőségeire irányuló kutatás általában igen költséges és kockázatos, ezért arra többnyire csak tőkeerős cégek vállalkozhatnak, bár megfelelő finanszírozási lehetőség (kockázati tőke!) mellett terjedőben vannak az ilyen – tehát nem termelő – tevékenységre irányuló kisvállalkozások is.

4. Gyártásszervezési eljárások

Az üzem adottságai és az ehhez igazodó gyártmány sajátosságai általában meghatározzák az alkalmazható gyártásszervezési eljárásokat [Vörös (1999); Koltay (2009)].

A **kézműves gyártás** során egyetlen dolgozó végzi a termék előállítását. E hagyományos eljárás a mai korban is indokolt, pl. az egyedi darabokat előállító szerszámkészítésben.

A műhelyrendszerű gyártás az azonos rendeltetésű eszközökkel, gépekkel berendezett (kovács-, lakatos-, forgácsoló- stb.) műhelyekben folyik. Viszonylag egyszerűen szervezhető, azonban az anyagtovábbítás szakaszossága miatt tárolókapacitásokat kell az egyes műhelyekben kialakítani, és az anyagtovábbítás megoldása a műhelyek egymáshoz viszonyított elhelyezkedésétől függően nehézségekkel járhat. A műhelyrendszerű gyártás igen elterjedt.

Folyamatos gyártás esetén nincs szükség közbülső tárolási kapacitásokra. A termék előállítás egymást követő lépéseit, a műveleteket a közös ütemidő jellemzi. A szigorú sorrendben egymás után elrendezett egyes munkahelyeken adott időben mindig csupán egyetlen munkadarab található. A termék gyártása során a munkadarab végighalad az egyes munkahelyeken, s az utolsót már a kész termék hagyja el. A munkadarab mindig az ütemidő elteltékor kerül tovább az egyik munkahelyről a másikra, illetve egy-egy késztermék mindig az ütemidő elteltével kerül ki a gyártásból. A folyamatos gyártás nagyobb termékmennyiség esetén alkalmazható, mert igen részletes tervezést igényel (pl. az azonos ütemidőhöz kell igazodnia az egyes műveleteknek). Ebből az is következik, hogy folyamatos gyártás csak olyan termékek esetében alkalmazható, amelyek kellőképpen kiforrott konstrukciók, és így nem kell számolni a gyártási műveletek gyakori módosításával. A folyamatos gyártás utat nyit az automatizált gyártáshoz, amely kimondottan nagy termelési mennyiség esetén válik indokoltá.

Sorozat(széria)gyártás esetén az ütemidő betartásának követelménye nem jelentkezik. Ezt a gyártásszervezési eljárást akkor alkalmazzák, amikor az előállítandó termékmennyiség nagy, a gyártott termékek nagyon hasonlóak, pl. rendeltetésüket tekintve, azonban azon belül különböző típusok, változatok készülnek. Ilyenkor az egyes típusok – sorozatok – gyártási műveletei nem teljesen azonosak, egyes műveletek kimaradhatnak a teljes műveleti sorból. (Pl. hűtőgépgyártás.)

A gyártásszervezés fenti eljárásai – mint láttuk – részben a gyártott mennyiségtől függően alkalmazhatók. A gyártási eljárásokat pedig éppenséggel a gyártás tömegszerűségétől függően kell meghatározni.

Egyedi gyártásban készülnek az olyan termékek, mint a hidak, vagy gázturbinák. Ilyenkor egy időben csak egy termék készül. és ebben az esetben a gyártástervezés tartalma sem olyan összetett, mint a **tömeggyártásgyártás esetén**, ahol az egyes gyártóeszközökön mindig ugyanannak a terméknek a gyártási művelete megy végbe.

A **sorozatgyártást** pedig a sorozat nagyságától függően a tömeggyártás, vagy pedig az egyedi gyártás ismérvei jellemzik.

Mint a fentiekből is kitűnik, a gyártásszervezés nagyon alapos előkészítő munkát igényel, különösen a folyamatos, a sorozat- és a tömeggyártás esetén. Ezeket a munkálatokat a gyártáselőkészítő részleg végzi. Itt készülnek a géptervek, művelettervek, az időbeli ütemezést tartalmazó hálótérvek stb.

5. A reálfolyamatok és a termelési költségek

Mind a fő gyártási folyamat, mind pedig a kisegítő tevékenységek közvetlenül befolyásolják a közgazdaságtan egyik fő kérdésére: a „Hogyan termeljenek?” kérdésre adott választ, vagyis a termelési költségek alakulását. Ezért valamennyi tevékenységre pontos és megbízható költségelemzést kell készíteni. Megjegyzendő, hogy ha az egyes tevékenységek tervezése során sikerült külön-külön költségminimumot elérni, ez még korántsem biztosítja a teljes tevékenység költségminimumát. A felsorolt tevékenységek ugyanis nem függetlenek egymástól, ezért pl. az egyik tevékenység magasabb költségei egy vagy több másik tevékenység esetében sokkal jelentősebb költségcsökkenést eredményezhetnek [Chikán (2023)].

Általában is igaz, hogy az egyes tevékenységek megtervezése során a lehetséges megoldásokat mindig a többi tevékenységgel összefüggésben kell vizsgálni és kiválasztani. Például a gyártmányfejlesztés során tekintettel kell lenni a marketing által közvetített piaci igényekre és lehetőségekre, vagy pedig pl. a gyártásszervezés során tekintetbe kell venni, hogy az értékesítés folyamatosan történik-e (pl. villamosenergia), vagy pedig időszakhoz kötötten (pl. strandcikkek).

A gyártásszervezési módszer és a gyártási eljárás kiválasztásakor figyelembe kell venni a gyártás időbeliségét, vagyis, hogy az elkészült termékek időbeli eloszlása miként alakul. Tömeggyártás esetén egyenletes a gyártott termékmennyiség, és az értékesítés is időben folyamatos lehet. Viszont egyedi és

sorozatgyártás esetén a termékkibocsátás szakaszos. A gyártás és az értékesítés időbeliségének összehangolása a raktározási költségekre gyakorolhat kedvező hatást. Ha pl. az értékesítés időben egyenletes és ehhez igazodik a termékkibocsátás, akkor nincs szükség raktárra, nem merülnek fel raktározási költségek (forgóeszközlekötés!). Kedvezőtlen viszont, ha az értékesítés egyenletes, viszont a kibocsátás csak szakaszosan valósítható meg, mert ilyenkor a legyártott termékmennyiség egy része készárúkészletként raktározást igényel, hiszen ez a mennyiség szükséges ahhoz, hogy az értékesítés folyamatos legyen akkor is, amikor nincs kibocsátás.

A készletek nagysága, és így a termelési költségek csökkenthetők az értékesítési terv és a termelési program összehangolásával. Ez olyankor is a költségek csökkenésével járhat, amikor a termékelőállítás szakaszossága – pl. a munkaerő folyamatos foglalkoztatása érdekében – nem valósítható meg, noha az értékesítés szakaszosan történik. A termelési program összeállítása során tehát gyakran a különböző szempontok együttes mérlegelése vezethet eredményre.

Kérdések, feladatok

1. A vállalkozások esetében mit nevezünk reálfolyamatnak?
2. Sorolja fel a diszpozitív termelési tényezőket!
3. Hogy értelmezhető és miként határozható meg a termelékenység?
4. Miből áll a fő gyártási folyamat?
5. Sorolja fel és röviden ismertesse a fő gyártási folyamathoz kapcsolódó kisegítő tevékenységeket!
6. Mi a minőségbiztosítás és a tervezett minőség gazdasági jelentősége?
7. Sorolja fel és jellemezze a fontosabb gyártásszervezési eljárásokat!
8. Mi a különbség a gyártásszervezési eljárás és a gyártási eljárás között?
9. Milyen összefüggés van a termelési költségek minimalizálása és az egyes tevékenységek költségoptimuma között?
10. Mit jelent és milyen jelentőséggel bír a gyártás időbelisége?
11. Mi a termelési program és az értékesítési terv összehangolásának a jelentősége?
12. Mi az anyaggazdálkodás feladata?
13. Mit nevezünk logisztikai rendszernek?
14. Az optimális anyagrendelési mennyiség meghatározásának szempontjai?

15. Sorolja fel az anyaggazdálkodás szempontjából jellemző készletszinteket!
16. Milyen előnyei és hátrányai vannak a gyakori, de kismennyiségű anyagrendelésnek?
17. Az ún. fűrészfog modell milyen feltétel fennállása esetén eredményez költségminimumot?
18. Mi a JIT-rendszer előnye és milyen feltételek esetén alkalmazható?

Felhasznált irodalom

Chikán A.: *Vállalatgazdaságtan*. Budapest, Akadémia Kiadó, 2023.

Koltai T.: *Termelésmenedzsment*. Budapest, Typotex, 2009.

P. A. Samuelson – W. D. Nordhaus: *Közgazdaságtan*. Bővített, átdolgozott kiadás. Budapest, Akadémia Kiadó, 2012.

Vörös J.: *Termelési-szolgáltatási rendszerek vezetése*. Pécs, JPTE, 1999.

8. FEJEZET

LIKVIDITÁSMENEDZSMENT

A vállalati működés biztonságát pénzügyi oldalról is meg kell támogatni. A vállalat folyamatos fizetőképessége nélkül ugyanis csődhelyzetbe kerülhet, mely a hitelezőkkel való megegyezés hiányában akár a cég felszámolásához is vezethet. A vállalatba be-, illetve kiáramló pénzek kényes egyensúlyának megteremtése és menedzselése tehát központi kérdése a vállalat irányításának. A pénzügyi vezető akkor jár el helyesen, ha a befektetési és finanszírozási döntések egymásra hatásának figyelembevételével, illetve vizsgálatával úgynevezett pénzügyi tervezést is végez. A pénzügyi tervezés eredményeként jön létre a *pénzügyi terv*.

A pénzügyi tervezés folyamán első lépésként a befektetési és finanszírozási alternatívák elemzésére kerül sor. Ezek után a döntések várható következményeinek előrejelzése, a jelenbeli döntések és a jövőbeli döntések kapcsolatának feltárása következik, amely összekapcsolódik a váratlan helyzetekre való felkészüléssel is. A végső pénzügyi tervben a lehetőségek közötti választást, a végső döntést is meg kell fogalmazni. Végül, ellenőrzésképpen, a pénzügyi tervben kitűzött célokat kell összevetni az elért eredményekkel.

A pénzügyi terv *tartalmát* tekintve mindenekelőtt egy előzetes mérlegből, eredménykimutatásból, valamint a pénzeszközök forrásaira és felhasználására vonatkozó kimutatásokból áll.¹ (A pénzügyi terv előrejelzései a tevékenység várható eredményeire vonatkozóan általában félúton helyezkednek el az elvárások által nem torzított valós összeg és a pénzügyi vezetők által remélt szint között.). Ezen felül a pénzügyi terv kategóriáinként tárgyalja a tervezett tőkeberuházásokat, és azok megvalósításának indokait, összefoglalja a finanszírozási elképzeléseket, ezzel összefüggésben kitér a társaság tervezett osztalékpolitikájára is.

A pénzügyi tervezés mindig a legvalószínűbb jövőbeni kimeneteket célozza meg, de számba veszi a valószínűtlennek tűnő eseményeket is, cselekvési

¹ A számviteli dokumentumok tartalmának ismertetése nem témája ennek a könyvnek. A fejezet megértéséhez azonban nélkülözhetetlen az eredménykimutatás, a mérleg, a cash flow sorainak és a számviteli elveknek az alapszintű elsajátítása.

alternatívákat dolgoz ki a váratlan és a vállalat tevékenységére negatívan ható helyzetek megoldására is. Nem célja a kockázat minimalizálása, de behatárolja azt a legnagyobb kockázatot, amelyet még érdemes felvállalni.

A *hatékony* pénzügyi tervezésről három, egymást követő feltétel teljesülése mellett beszélhetünk:

- az előrejelzés pontossága és következetessége,
- az optimális pénzügyi terv kialakítása,
- a pénzügyi terv megvalósulásának figyelemmel kísérése.

A pénzügyi tervezés időhorizontja lehet hosszú és rövid távú is. Rövid távú pénzügyi tervezésen az 1 évet meg nem haladó tervezési periódust értjük, mely a rövid élettartamú eszközökre és forrásokra vonatkozik. A rövid táv csökkenti a tervezés bizonytalanságait és az eredeti terv megváltoztatásának költségeit.

Hosszú távú tervezésről 1 évet meghaladó időtáv áttekintése esetén beszélünk. Értelemszerűen a tervezés sokkal több bizonytalansági tényezőt tartalmaz, és a döntések kimenetele jóval kisebb pontossággal becsülhető meg.

1. Finanszírozási stratégiák

A hosszú és rövid távú döntések kölcsönhatásában a pénzügyi tervezés kiindulópontja a vállalati stratégia. A vállalati stratégia keretében kell meghatározni a befektetési stratégiát és a **finanszírozási stratégiát** is.

A vállalkozási tevékenység alapfeltétele a megfelelő mennyiségű és minőségű eszközök megléte, illetve azok – az üzletmenetet leginkább szolgáló – kombinációjának kialakítása. Ennek érdekében a vállalkozás folyamatosan eszközöket kénytelen vásárolni. Az eszközbeszerzés által indukált forrásigény, vagyis az eszközök megvételének költségei, képezik a vállalat **kumulatív tőkeszükségletét**. A kumulatív tőkeszükséglet finanszírozását alapvetően a hosszú távú pénzügyi tervezés, a vállalat által választott finanszírozási stratégiák határozzák meg (Bélyácz,2007).

A finanszírozási stratégia és vállalati magatartás kialakításakor néhány fontos szabályt figyelembe kell venni:

Az eszközök és a források lejáratának összehangolása. (**illeszkedési szabály**)
Vagyis a tartós befektetéseket saját tőkével vagy pedig hosszú lejáratú hitelekkel kell finanszírozni.

A tartós forgótőke-befektetést is tartós forrásokkal kell finanszírozni. (saját tőke, hosszú és középlejáratú hitelek).

A forgóeszköz-gazdálkodás keretében a likviditás fenntartásának költsége és a likviditás hiányának költsége minimális összes költséget eredményezzenek.

A legfontosabb **finanszírozási stratégiák** a *szolid*, a *konzervatív* és az *agresszív* stratégiák.

A **szolid stratégia** lényege, hogy a fent felsorolt szabályokat a vállalat szigorúan betartja, vagyis tartós eszközt kizárólag tartós forrásokkal, saját tőkével és hosszú lejáratú kötelezettségekkel finanszíroz.

32. ábra: Források és eszközök lejáratí összhangja: illeszkedési szabály

Befektetett eszközök	Saját tőke
Tartósan lekötött forgóeszköz	Hosszú lejáratú kötelezettségek
Átmeneti forgóeszközök	Rövid lejáratú kötelezettségek

Forrás: saját szerkesztés

A **konzervatív** finanszírozási **stratégiát** követő cég a szükségesnél talán óvatosabban közelíti meg a finanszírozás kérdését. Ez a gyakorlatban azt jelenti, hogy nemcsak tartós, hanem átmeneti eszközök finanszírozásakor is tartós forrásokat használ fel. Ez a politika valóban nagyon biztonságossá teszi a céget és a hitelezőktől való függetlenséget is biztosítja. Azonban komoly hátránya a konzervatív stratégiának, hogy költségesebbé teszi a finanszírozási szerkezetet, hiszen általában a rövid lejáratú kölcsönforrások olcsóbbak, mint a hosszú lejáratúak.

Az **agresszív stratégiát** képviselő cég a konzervatívokkal éppen ellenkezőleg vélekedik a vállalati biztonság és a működési költségek összefüggéséről. Vagyis rövid lejáratú kölcsönforrásokat is igénybe vesz átmeneti eszközök és tartósan lekötött forgóeszközök finanszírozásakor. Ezzel sikerül ugyan a finanszírozási szerkezetet olcsóbbá tenni, azonban megnő annak a veszélye, hogy – az átmeneti kölcsönforrások elapadásakor – a vállalat csőd közeli helyzetbe kerüljön.

A kumulatív tőkeszükséglet finanszírozására a hosszú távú pénzügyi tervezés keretében kialakított stratégia egyszersmind meghatározza a rövid távú pénzügyi döntések mozgásterét is. Tehát a hosszú távú döntések a finanszírozási stratégián keresztül fejtik ki hatásukat a rövid távú pénzügyi döntésekre.

2. Likviditásmendzsment

A **rövid távú pénzügyi tervezés** a forgótőke egészére és egyes elemeire vonatkozó döntéseket fogalmazza meg.

Forgóeszköznek nevezzük a vállalkozás azon eszközeit, melyek legfeljebb egy évig szolgálják a vállalkozási tevékenységet. A forgóeszközökben megtestesülő tőke jelenti a *forgótőkét*. A *nettó forgótőke* fogalmán értjük az összes forgóeszköz és a folyó források különbözetét. Ezt a szintetikus mutatót különösen elemzések készítésekor alkalmazzák, használatával ugyanis kiküszöbölhetők a forgóeszközök és folyó források átmeneti vagy szezonális ingadozásai. A nettó forgótőke időszakról időszakra történő változását és a változásokra ható tényezőket az „alapok forrása és felhasználása” kimutatás segítségével kísérhetjük nyomon [Bélyácz (2007)].

A rövid távú pénzügyi döntések – a pénzeszközök központi kategóriája mellett – alapvetően a vevőkövetelések és a szállítói tartozások állományainak kezelésére koncentrálnak.

A **vevőállomány kezelése** – már összecszerúságának súlya miatt is – a forgóeszköz-gazdálkodás egyik legfontosabb eszköze. Az áru vagy szolgáltatás ellenértékének kiegyenlítése többféleképpen történhet. A vevő fizethet a szállítás előtt, a szállítással egyidejűleg (prompt fizetéssel), de leggyakrabban mégis utólag teljesíti fennálló tartozásait. Ez utóbbi esetben a szállító teljesítése és a fizetés megtörténte közötti időszakra a szállító *kereskedelmi hitelt* nyújt vevőjének.

Kereskedelmi hitel nyújtásának és jellegének (fizetési határidő, fizetési mód, biztosítékok nagysága, hitelkeret nagysága stb.) meghatározó feltételeit az alábbiakban foglalhatjuk össze [Chikán (2023)]:

- *Az áru gazdasági természete.* Ha az áru gyorsan romló, illetve gyorsan forog a piacon, akkor az áru vételárát is rövidebb időn belül kell megfizetni. Értelemszerűen a tartós cikkek hosszabb lejáratú kereskedelmi hitelt élveznek. Nagyobb értékű termékeknél az ellenérték részletekben történő törlesztése is gyakori.
- *Az eladó helyzete.* A helyzet kifejezés itt elsősorban az eladó pénzügyi pozíciójára vonatkozik. A gyenge pénzügyi helyzetben lévő eladó ugyanis nem engedheti meg magának, hogy elnéző és megértő legyen vevőivel. Üzletpolitikája szigorú, rövid fizetési határidőket határoz meg és a kockázatos vevőknek nem nyújt kereskedelmi hitelt. A prosperáló, tőkeerős cégeket jellemzi inkább az ún. liberális hitelezési politika, mely a vevőkör szélesítését célozza meg enyhébb hitelezési feltételek megszabásával.

- *A vevő megítélése.* A vállalatok vevőkörük tagjait különböző szempontok szerint minősítik, osztályokba sorolják, mely osztályokhoz eltérő kereskedelmi hitelfeltételeket rendelnek hozzá. Az osztályokba sorolás, a vevők minősítésének kritériumai a partner pénzügyi pozíciójától kezdve fizetési szokásain folytatva a megrendelés méretét és gyakoriságát is magába foglalja. A vevők megítélésének információi származhatnak külső forrásból (pl. ügynökségek, részvényárfolyam stb.) és alapulhatnak saját hitelelemzésen, mely a vevő számviteli beszámolójából számított pénzügyi mutatók eredményére támaszkodik.
- *A készpénzfizetési engedmény.* A szakzsargonban kasszaskontónak nevezett engedményt akkor adja az eladó, ha a vevő azonnal vagy a kijelölt határidőn belül fizet.

A kereskedelmi hitel tehát lehetőséget ad az eladónak, hogy szélesebb körben értékesíthesse termékeit. A kereskedelmi hitel speciális formája a *váltó*, mely egyfajta fizetési ígérvény. A váltó kiállítója (saját váltó) kötelezi magát arra, hogy meghatározott időben, helyen, összegben fizet a váltó tulajdonosának. A váltó kvázi értékpapírként funkcionál, eladható és vásárolható. A váltó gazdát cserélhet a vállalati szereplők között, de leginkább csak arra van lehetőség, hogy a bank „leszámítolja” a váltót, vagyis az időarányos kamatok és jutalék levonása után megvásárolja az értékpapírt a vállalattól.

A vevőállomány kezelésével kapcsolatban azonban sokkal gyakoribb teendő a fizetni nem hajlandó vevőkkel szembeni *követelések behajtása*. Ennek érdekében az eladónak rendszeresen figyelnie kell kinnlevőségei alakulását. A határidők csúszását a vevő számára levélben vagy telefonon jeleznie kell, ha a vevő ekkor sem mutat fizetési hajlandóságot, akkor érvényesítheti jogait a biztosítékokra, kezességekre, bankgaranciákra vonatkozóan vagy ezek hiányában bírósághoz fordulhat. Végso esetben kezdeményezheti az adós felszámolását.

A szállítóállomány késleltetése

Folyó forrásainak biztosítására a vállalkozásnak legkifizetődőbb módon kereskedelmi hitel – akár önkényes – igénybevételevel nyílik lehetősége. Vagyis ha romlik a cég likviditási helyzete, egyszerűen nem fizet határidőre szállítójának, *késlelteti* tartozásai kiegyenlítését. Rövidtávon ez a megoldás a legolcsóbb és leggyorsabb lehetőség a cég fizetőképességének helyreállítására, hosszú távon viszont már nem kifizetődő. Romlik a cég megítélése, legközelebb már szigorúbb feltételek mellett kap csak kereskedelmi hitelt szállítótól, esetleg végleg megszűnnek üzleti

kapcsolataik. A számlák fizetésének elodázására kifinomultabb megoldás az ún. „úton lévő pénzek” módszere. Ha ugyanis a vállalkozás fizetési kötelezettségeit csekkel egyenlíti ki, akkor a csekk bemutatásáig, vagyis a cég saját bankszámlájának megterheléséig fizetési haladékot nyer. Ugyanakkor nekünk is lehetőségünk van váltót kiállítására, ha az azonnali fizetésre nincs módunk. Ilyen esetben minket terhelnek a későbbi fizetésből fakadó, a fentiekben bemutatott költségek.

3. Pénzgazdálkodás

A vállalkozás likviditásának, így a rövid távú pénzügyi döntéseinek fókuszában a rendelkezésre álló pénzeszközök (készpénz, csekk, betétszámla, rövid lejáratú bankbetét) és az értékpapírok mennyisége áll. A vállalkozás fizetőképességének értékelése szempontjából fontos információt szolgáltat – a nettó forgótőke kapcsán említett „alapok forrása és felhasználása” táblázathoz hasonlóan – a pénzeszközök forrása és felhasználása kimutatás. A ***pénzeszközök forrása és felhasználása kimutatás*** – a pénzeszközök áramlásának bemutatásán keresztül – nemcsak a cég fizetőképességéről, hanem az eszközök és források szerkezetében bekövetkezett változásokról, ennek a kumulatív tőkeszükségletre gyakorolt hatásáról is tájékoztatást ad. A táblázat elkészítéséhez a vállalkozás mérlegadataira és eredménykimutatására van szükség. (Az adatok azonban csak akkor nem torzítottak, ha a cég pénzforgalmi szemléletben készíti kimutatásait.)

A pénzalapok forrása és felhasználása kimutatás egyik lehetséges formája a következő:

<i>Források :</i>	adózott eredmény amortizáció készletek csökkenése értékpapír-állomány csökkenése befektetett pénzügyi eszközök csökkenése hosszú lejáratú hitelállomány növekedése rövid lejáratú hitelállomány növekedése saját tőke pénzmozgással járó növekedése
<i>Felhasználás:</i>	követelések növekedése szállítóállomány csökkenése beruházások osztalékfizetés

Pénzeszközállomány változása: pénzeszközök forrásai – pénzeszközök felhasználása

A pénzgazdálkodás legfontosabb célkitűzése, a vállalat fizetőképességének megőrzése. Ennek érdekében a vállalati vagyon, eszközállomány bizonyos hányadának likvid eszközökben, leginkább pénzfőmában kell rendelkezésre állnia. Minél nagyobb ez a hányad, annál biztosabb a vállalat fizetőképessége. Azonban azt is látni kell, hogy a készpénzben, látra szóló betétben tartott vagyon nem, vagy csak alig hoz jövedelmet, míg ha ez az összeg például kamatozó értékpapír formájában kerül befektetésre, a vállalat kamatjövedelmei megnövekednek. Vagyis a vállalatnak úgy kell fenntartania fizetőképességét, hogy a **likviditás és a rentabilitás** követelményeit egyszerre tartsa szem előtt. A pénzállomány szintje akkor optimális, ha a **likviditás marginális haszna megegyezik az elmaradt kamatjövedellel** [Brealey–Myers (1996)].

Az **optimális pénzállomány szintjének** meghatározására többféle modell is született. A pénzgazdálkodás költségeinek minimalizálását szolgálja William *Baumol modellje* (1952), mely a közismert készletezési modellen, az „optimális rendelési tétel nagyság” sémáján alapul.

33. ábra: Optimális pénzállomány Baumol modellje szerint



Forrás: saját szerkesztés

A modell lényege az, hogy ha a vállalat fokozatosan csökkenő pénzkészlete egy bizonyos szint alá megy, akkor a cég értékpapír-piacra dobásával tölti fel a pénzállományt a kívánt szintig.

A pénzgazdálkodásnak kétféle költsége van

- a pénzkészlet finanszírozási költsége, vagyis az elveszett kamatjövedelem,
- az értékpapír eladásának tranzakciós költségei.

A modell alapján kiszámítható, hogy mekkora összegben, milyen időközönként, illetve milyen gyakorisággal kell értékpapírokat eladni ahhoz, hogy az eladások tranzakciós költségei és a kieső kamatjövedelem együttes összege minimális legyen.

Képlete a következő:

$$Q = \sqrt{\frac{2 * KI * K\ddot{O}}{r}}$$

Q a pénzállomány feltöltése céljából egyszerre értékesítendő értékpapírok összege

KI az éves kifizetések összege

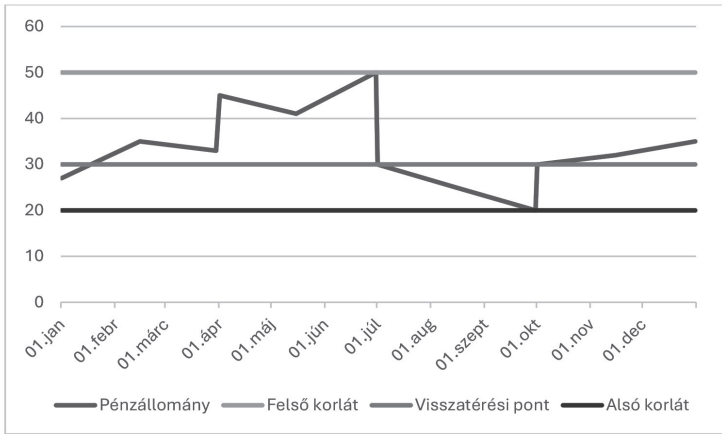
K $\ddot{O}$ az egyszeri értékpapír-eladás költségei

r az értékpapírok többlethozama az elszámolási számla kamataihoz képest a teljes időszakra

A modell kiindulása, miszerint a pénz egyenletesen csökken, amíg el nem fogy, egyben a modell gyengéje is, hiszen a valóságban a pénzeszközök áramlása nem ilyen sémászerű. Emellett azt sem mindig egyszerű előre megjósolni, hogy pontosan mekkora lesz a cég pénzforgalma [Bélyácz (1999)].

Baumol elgondolásánál jobban közelíti a valóságot *Miller–Orr modellje* (1966). A modell szerint a pénzállománynak egy előre meghatározott sávban kell mozognia, s beavatkozásra csak akkor van szükség, ha a pénzkészlet mennyisége az alsó vagy a felső korlátot túllépi. Ha a pénzkészlet az alsó korlátot éri el, akkor a vállalatnak értékpapírokat kell eladnia ahhoz, hogy a pénzmennyiség az eredeti, kívánatos szintre emelkedjék. Értelemszerűen, ha a pénzkészlet a felső korlátba ütközik, akkor a cég értékpapírokat vásárol az optimális pénzállomány szint beállítása érdekében.

34. ábra: Optimális pénzállomány Miller-orr modellje szerint



Forrás: saját szerkesztés

A modell szerint az intervallum az alábbi képlettel számítható ki:

$$ET = 3 \sqrt[3]{\frac{3 * KÖ * \sigma^2}{4rn}}$$

- ET az alsó és felső korlát közötti eltérés nagysága
 σ^2 a pénzáramlás varianciája
 KÖ az egyszeri értékpapír-eladás költségei
 rn az értékpapírok napi többlethozama

4. Likviditási terv

A likviditási terv a korábbi időszakok elemzésére épülő, a pénzügyi döntéseket megalapozó finanszírozási tervváltozat. A likviditási tervben a várható bevételeket vetik össze az előirányzott kiadásokkal, ezért bevétel-kiadási tervnek is nevezik [Bélyácz (2007)].

A *bevételei oldal* legjelentősebb tétele az árbevétel, melynek összegét az értékesítési előirányzat alapján határozzák meg. A kiszámlázott értékesítés összege általában nem azonos a realizálódó árbevétellel, hiszen a készpénzes, azonnali fizetés mellett vannak előlegből származó bevételek és kereskedelmi hitel keretében később befolyó összegek is. Éppen ezért nagyobb cégek ezeket a bevételeket külön kezelik és tervezik. A bevételeket továbbá csoportosítani szokták relációnként (belföld, külföld) és fizetési módonként is. Végül a tervezett eladást az

időszak nyitó és záró vevőállományának várható különbözetével korrigálják. Az *egyéb bevételek* tervezésénél részint a korábbi évek tapasztalatára támaszkodnak a tervezők, részint pedig a vezetés jövőre vonatkozó döntéseit veszik figyelembe.

A *kiadási oldal* kiemelten kezelt tétele a szállítói számlák összegének várható nagyságrendje. Az árbevétel tervezéséhez hasonlóan a beszerzést itt is külön-külön tervezik aszerint, hogy előlegben fizetendő, azonnal vagy utólag rendezendő tételekről van-e szó. A szállítók esetében is a relációnkénti és a fizetési mód alapján történő csoportosítást célszerű alkalmazni. A tervezett beszerzést pedig itt is korrigálni kell az időszak nyitó és záró szállítóállományának várható eltéréseivel. Ugyanígy korrekcióra szorulnak a *költségek és ráfordítások* is. Az *egyéb kiadások* tervezése – mint a bevételi oldalnál már leírtuk – szintén a korábbi időszak tapasztalatain és a vezetői döntéseken alapul.

A bankhitelek tervezése kivételt képez a fentiek alól, ugyanis vagy a már érvényben lévő kölcsönszerződések alapján határozható meg, vagy pedig az egyenlegező tétel szerepét tölti be.

A pénzállomány tervezésének módszerét és modelljeit a fentiekben már ismertettük.

A *likviditás tervezése* több szakaszból álló folyamat, melynek során újabb és újabb tervvariánsok születnek a döntéshozók célfüggvényének megfelelően. Ha ugyanis az első likviditási terv nem felel meg a vállalatnál elvárt likviditási pozíciónak, akkor szigorítani kell a terveken. Ez jelentheti a vevőkkel szemben magatartás megváltoztatását, a szorosabb fizetési határidőket, kedvezőbb fizetési módok kikötését, biztosítékok megkövetelését stb. A másik módszer a szállítói kifizetések késleltetése, ahogyan ezt már a korábbiakban kifejtettük.

Összességében azonban újra le kell szögeznünk, hogy a likviditás tervezésénél mindig figyelembe kell venni a cég jövedelmezőségének szempontjait is.

A likviditás tervezése nem képzelhető el a **cash flow** megállapítása nélkül. Kettős könyvviteli elszámolást vezető cégek számára ez törvényben előírt kötelezettség, melyre azért van szükség, mert a kettős könyvvitel nem pénzforgalmi szemléletben készül.

A *cash flow* – magyarul pénzáram – lényegét leginkább a készpénz helyzetváltozásával lehet megragadni. A vállalkozás *pénzügyi helyzete, fizetőképessége* a tényleges pénzbevételek és pénzkidadások révén változik. Ez teszi nélkülözhetlenné olyan kimutatások készítését, amelyekből kiderül, hogy a vállalkozásnak adott időszakra vonatkozóan milyen kiadásai voltak és ahhoz milyen források álltak rendelkezésre. A beruházási és finanszírozási döntések meghozatalakor tehát figyelembe kell venni, hogy az eszközbeszerzéssel elérhető jövőbeni

– ténylegesen befolyt – bevételek és a hozzájuk kapcsolódó tényleges kiadások hogyan alakulnak.

A cash flow meghatározását – abban az esetben, ha a konkrét pénzmozgásokról nem rendelkezünk kimutatással – a legegyszerűbben az alábbi összefüggés fejezi ki:

Cash flow = Időszaki realizált eredmény

- (–) olyan jövedelmek, amelyek az adott időszakban nem vezetnek pénzbevételhez
- (+) olyan ráfordítások, amelyek az adott időszakban nem vezetnek pénzkiadáshoz.

A cash flow meghatározásának forrása maga a vállalat pénzügyi beszámolója, azon belül is a mérlegben és az eredménykimutatásban szereplő adatok. A magyar számviteli törvény 6. számú mellékletében tételesen felsorolja azokat a tervezett és tényadatokat, melyeket kötelezően számításba kell venni a cash flow megállapításakor. Van azonban ennek, a törvényileg szabályozott módszernek egy egyszerűsített számítási formulája is:

Adózás előtti eredmény

+ Évi értékcsökkenés

+ Céltartalék képzés

– Céltartalék feloldás

Bruttó Cash Flow

– Társasági nyereségadó

+ Eredménytartalék igénybevétele

– Fizetendő osztalék

Nettó Cash Flow

5. Rövid távú finanszírozási lehetőségek

A likviditási terv a vállalkozás rövidtávú finanszírozási szükségletére vonatkozóan ad tájékoztatást. A finanszírozási szükséglet ismeretében a pénzügyi vezetőnek azt kell megterveznie, arról kell döntenie, hogy a lehetséges finanszírozási módok közül melyiket válassza. Az alábbiakban felsorolunk néhányat a finanszírozási lehetőségek közül.

Rövid lejáratú bankhitel igénybevétele az egyik kézenfekvő módja a finanszírozásnak. A vállalat általában számlavezető bankjához fordul és köt vele

kölcsönszerződést, amennyiben a bank megfelelőnek tartja a cég gazdasági pozícióját. Speciális hitelfajta a *rullirozó hitel*, amikor egy adott keretösszeg erejéig a cég rugalmasan gazdálkodhat a pénzzel, vagyis újra igénybe vehet hitelt anélkül, hogy arra újabb hitelszerződést kellene kötnie. A különösen jó ügyfelek számára a bank *folyószámla-hitelt* biztosít, mely szintén rullirozó technikájú [Katona (2018)].

Fizetések késleltetésének módszerét csak átmeneti likviditási zavarok esetén indokolt alkalmazni, mert ahogy ezt már korábban kifejtettük, hosszútávon nem kifizetődő, mert a cég hírnevét és a megbízhatóságáról kialakult képet rontja.

Likvid értékpapírok vétele és eladása a rövid lejáratú befektetések piacán, a pénzpiacon történik. Az értékpapírokkal történő finanszírozás jelenti a legnagyobb volument a vállalat likviditásának megőrzése érdekében tett pénzügyi lépések körében.

Kérdések, feladatok

1. Mi a pénzügyi tervezés jelentősége?
2. Mi a pénzügyi terv tartalma?
3. Mikor nevezünk hatékonynak egy pénzügyi tervet?
4. Jellemezze a pénzügyi tervezés időtávjait és kapcsolatukat!
5. Határozza meg a kumulatív tőkeszükséglet fogalmát!
6. Milyen szabályokat kell figyelembe venni a finanszírozási stratégia kialakításakor?
7. Sorolja fel és jellemezze a finanszírozási stratégiák fajtáit!
8. Határozza meg a forgóeszköz, forgótőke, nettó forgótőke fogalmát!
9. Mikor beszélünk kereskedelmi hitelről, és milyen tényezők befolyásolják a hitelfeltételeket?
10. Milyen módszerei vannak a szállítóállomány késleltetésének?
11. Írja le a pénzeszközök forrása és felhasználása kimutatás tételeit és jelentőségét!
12. Hogyan valósítható meg egyidejűleg a vállalati likviditás és rentabilitás követelményrendszere?
13. Milyen pénzállomány optimalizálási módszereket ismer?
14. Számítsa ki a Baumol modelltől, hogy milyen gyakorisággal és mekkora összegű értékpapírt kell értékesítenie a vállalatnak az optimális pénzállomány szintjének fenntartása érdekében, ha a vállalat éves kiadásainak összege 200 millió Ft, elszámolási számláján tartott pénz-

eszközeinek éves kamata 4%, az azonnal értékesíthető kincstárjegyek éves kamata 24%, az értékpapír eladásának tranzakciós költsége minden alkalommal 15 ezer Ft!

15. Írja le a likviditási terv tartalmát!
16. Melyek a likviditás tervezésének szakaszai?
17. Milyen rövid távú finanszírozási lehetőségeket ismer? Sorolja fel!

Felhasznált irodalom

William J. Baumol: The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 66., N. 4. (1952). 545–556. <https://doi.org/10.2307/1882104>

Bélyácz I.: *A vállalati pénzügyek alapjai*. Budapest, Aula, 2007.

Bélyácz I.: *Tőkeberuházási és finanszírozási döntések*. Pécs, JPTE, 1997.

R. A. Brealey – S. C. Myers: *Modern vállalati pénzügyek I–II*. Budapest, Panem, 1996.

Chikán A.: *Vállalatgazdaságtan*. Budapest, Akadémia Kiadó, 2023.

Katona K. (szerk.) – Bódy L. – Botos K. – Závodnyik J.: *A pénzügyi közvetítőrendszer funkciói*. Budapest, Wolters Kluwer, 2018.

M. H. Miller – D. Orr: A Model of the Demand for Money by Firms. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 80. (1966) 413–435. <https://doi.org/10.2307/1880728>

9. FEJEZET

A VÁLLALATI TELJESÍTMÉNY PÉNZÜGYI ELEMZÉSE

A pénzügyi elemzések során a vállalat gazdasági tevékenységének eredményei kerülnek kiértékelésre és az így kapott összegzések, és összehasonlítások alapján lehet megállapítani, hogy vállalkozási ötletünk megvalósítása beteljesítette-e a hozzáfűzött reményeket, eredeti számításaink megfelelnek-e a valóságnak, valamint előrejelzéseket lehet tenni a vállalat jövőbeli eredményességére vonatkozóan is.

A számviteli dokumentumokban nagy mennyiségű pénzügyi adat áll rendelkezésre, a pénzügyi vezető feladata az, hogy elemezze, értelmezze az adatokat és a megfelelő következtetéseket vonja le belőlük, hiszen e nélkül a pénzügyi információk csak üres számhalmazok maradnak.¹

A vállalati tevékenység összehasonlító elemzése a vállalati koalíció minden tagjának érdeke.

A társaság *tulajdonosai*, vagyis a tőkepiaci befektetők számára bírnak talán a legnagyobb a jelentőséggel a pénzügyi elemzésekben levonható információk. A pénzügyi mutatószámok kiértékelése teszi lehetővé – ha a tőkepiac hatékonyan működik –, hogy az értékpapírok árfolyama mindig naprakészen tükrözze az összes, a cég jövedelmezőségi helyzetére vonatkozó információt. A pénzügyi kimutatások nélkül a befektetők sötétben tapogatóznának tőkepiaci döntéseik meghozatalakor.

A vállalat *hitelezői* azt tartják szem előtt, hogy a vállalat – a hitelszerződésben megállapított feltételeknek megfelelően – vissza tudja-e fizetni a hitelek után járó kamatokat és a törlesztőrészletet. Ezért fontos tudniuk, hogy milyen a vállalat pénzügyi teljesítőképessége és folyamatos teljesítménye. A jövőbeni hitelpolitika kialakításakor hasznos információt jelenthet továbbá, ha a hitelezők ren-

¹ A számviteli dokumentumok tartalmának ismertetése nem témája ennek a könyvnek. A fejezet megértéséhez azonban nélkülözhetetlen az eredménykimutatás, a mérleg, a cash flow sorainak és a számviteli elveknek az alapszintű elsajátítása.

delkezésére állnak a különböző vállalatok egységes szempont szerint számított mutatói, melyekből az ágazati átlagok és így az elvárható jövedelmezőségi szint is megállapítható [Katona (2017)].

A társaságok *vezetői* – ahogy arra már a fenti bevezetőben is utaltunk – ezek nélkül az összehasonlító elemzések nélkül, semmilyen fontos döntést, (beruházási, finanszírozási stb.) nem tudnának meghozni. Ugyanakkor a pénzügyi elemzések maguk is döntéshelyzeteket generálhatnak azáltal, hogy felhívják az irányítók figyelmét az esetleges megoldandó pénzügyi problémákra.

A piaci *versenytársak* számára sem közömbösek a cégről nyilvánosságra hozott adatok és elemzések. Ezekből a pénzügyi kimutatásokból ugyanis olyan információkhoz juthatnak, amelyek saját gazdálkodásuk racionalizálása szempontjából is rendkívül hasznosak.

(Irányadó lehet például egy termék előállításának önköltsége, az alkalmazott árrés, a személyi és dologi költségek aránya stb.)

Meg kell még említenünk a pénzügyi eredmények és beszámolók talán legszigorúbb elemzőit, a *felügyeleti szerveket*, az adóhatóságot. Az ő felelősségük illetve hatáskörük ellenőrizni azt, hogy a társaság a törvényi előírásoknak megfelelően gazdálkodott-e.

Kijelenthetjük tehát, hogy a gazdaság szereplői számára egyformán fontos a vállalatok pénzügyi kimutatásainak elkészítése és nyilvánosságra hozatala. Csak abban mutatható ki eltérés közöttük, hogy más-más szempontok, vezérelvek alapján közelítik meg a pénzügyi kimutatások információit, és az elemzés súlypontjait is más területekre helyezik.

Ahhoz azonban, hogy a pénzügyi elemzések valóban összehasonlítható, nemzetgazdasági vagy akár nemzetközi szinten is összevethető és értelmezhető információkat hordozzanak, mind az adatok, mind a mutatók, mind pedig az eredmények elemzése szempontjából *egységes módszereket* kell alkalmazni.

Azt, hogy a pénzügyi beszámolóban mennyi és milyen *adatoknak* kell szerepelniük, illetve azoknak mi a pontos *tartalma*, azt alapvetően az adott ország számviteli előírásai és számviteli elvei határozzák meg. Másrésről viszont léteznek az ún. Nemzetközi Számviteli Standardok, melyek nemzetközi szinten biztosítják – vagy legalábbis megkísérlik – a beszámolók tartalmának egységes alapokra helyezését [Katona (2016)].

A pénzügyi adatok legteljesebb kimutatásának forrásai a pénzügyi beszámolóban közölt információk. (Ha a vállalat olyan adatot tüntet fel a mérlegében, mely a korábbi évek során nem szerepelt, vagy megváltozott a tartalma, annak okát feltétlenül meg kell magyaráznia a beszámoló részét képező kiegészítő mellékletben.)

A pénzügyi elemzésekkel szemben támasztott másik fontos követelmény, a *mutatóelemzés*, illetve a mutatók kiszámításának egységessége. Egy vállalkozás teljesítményéről nagyon sokféle mutató számítható. Az elemzés minőségét azonban nem a mutatók száma, hanem a vizsgálat szempontjából mérvado mutatók kiválasztása jelenti [Bélyácz (2007)]. A mutatók öt nagy csoportra oszthatók:

- Jövedelmezőségi mutatók
- Tőkeáttételi mutatók
- Hatékonysági mutatók
- Likviditási mutatók
- Piaci mutatószámok

Akármilyen szempontú vállalatelemzésre is kerüljön sor, a fenti öt mutató-csoportból legalább 4-5 mutatótípust ki kell számítani ahhoz, hogy átfogó képet kapjunk a vállalat pénzügyi, vagyoni és jövedelmezőségi helyzetéről.

Az eredmények értelmezésével kapcsolatban is sok probléma merülhet fel. Nem elég ugyanis a beszámolókból szereplő adatokat egyszerűen behelyettesíteni a megadott képletekbe.

A gondos vizsgálat feltételezi az alábbiakat:

- az ágazati illetve a vállalati sajátosságokban való jártasságot,
- a pénzügyi beszámoló adatainak illetve a mutatók pontos tartamára vonatkozó ismereteket,
- az elemzés szempontjából fontos mutatók kiválasztását,
- a szükséges térbeli és időbeli korrekciók elvégzését.

Mindezek figyelembevételével kell a kapott eredményeket feldolgozni, ügyelve arra, hogy sohasem egyenként, hanem összefüggésükben, együttesen vizsgálva meg az adatokat és mutatókat, vonjunk le következtetéseket.

Ha a fent leírt körülményekkel jár el a pénzügyi vezető, akkor az általa készített összehasonlító elemzés meg fog felelni az alábbi kritériumoknak:

- sűrített formában nagy mennyiségű információt közöl,
- időbeli trendek segítségével dinamikus gazdálkodási vizsgálatokat tesz lehetővé,
- szektorok elemzésében nyújt segítséget,
- előrejelzi az esetleges pénzügyi problémákat,
- következtetések levonásához, új kérdések megfogalmazásához segít hozzá.

A pénzügyi mutatók kidolgozásához részletes adatsor szükséges a cég jellemzőiről:

- mérleg
- eredménykimutatás
- egyéb pénzügyi adatok

Az eredménykimutatás és a mérleg tartalma minden országban precízen meghatározott. Az egyéb pénzügyi adatok a szükséges kiegészítő információkat foglalják magukba, melyek egy részvénytársaság esetében például legalább az alábbiakat tartalmazzák:

- saját tőke piaci értéke
- részvények átlagos száma
- részvényárfolyam

Ha a fenti adatok rendelkezésre állnak a pénzügyi mutatók számítása lehetővé válik.

1. Jövedelmezőségi mutatók

A jövedelmezőségi mutató lényegében arra a kérdésre ad feleletet, hogy a vállalat milyen eredménnyel használja fel a tulajdonosok és a hitelezők által rendelkezésre bocsátott forrásokat. Az elemzési cél szerint vizsgálhatjuk azt, hogy a vállalat milyen megtérüléssel működteti a társaság eszközeit, de összevethetjük a társaság nyereségét a tulajdonosok által a társaságnak véglegesen átadott saját tőke nagyságához is. Mindkét esetben elmondható tehát, hogy a jövedelmezőségi mutató számításakor **valamilyen eredménykategóriát viszonyítunk az elemzés szempontjából releváns adathoz.**

A) Eszközarányos nyereség

$$\text{Eszközarányos nyereség (Return on Assets: ROA)} = \frac{\text{Adózott eredmény}}{\text{Átlagos eszközállomány}}$$

Eszközarányos nyereség (ROA) II. =

$$= \frac{\text{Kamatfizetés és adózás előtti eredmény} - (\text{Adó} + \text{Adómegtakarítás})}{\text{Átlagos eszközállomány}}$$

A mutatók jelentése: Mekkora a vállalat eszközállománya által biztosított hozam, illetve a vállalat megtérülési rátája.

A mutató nevezőjének megállapításához a vállalat vizsgált időszaki eszközállományát kell felmérni. Reális képet akkor kapunk, ha az eszközök átlagos állományát számítjuk ki az időszak eleji nyitó és az időszak végi záró állomány számtani átlaga alapján. (Ez a módszer csak akkor használható, ha az eszközállomány viszonylagos állandóságot mutat.)

A mutató számlálója akkor azonos az adózott eredménnyel, ha teljesen vagy majdnem teljesen saját tőkével finanszírozott vállalatról van szó. A második mutató viszont számol azzal a lehetőséggel is, hogy a vállalat idegen tőkét von be. Ekkor figyelembe kell venni a hitelezőknek kifizetett kamatjövedelmet és annak adófizetési kötelezettséget módosító hatását, vagyis az adó megtakarítást. Ha tehát a kamat és adófizetés előtti eredményből levonjuk az adó megtakarítás összegét, akkor a társaság eredményét egy tőkeáttétel nélküli „egyenértékesre” számítjuk át. Így a mutatók összehasonlíthatóvá válnak függetlenül a vállalatok hitelpolitikájától.

A mutató értelmezése: Azonos kockázatú befektetéseknél azt a vállalatot kell előnyben részesíteni, amelyik magasabb ROA mutatót produkál. (A nagyobb üzleti kockázatú cégeknek nagyobb eszközarányos nyereséget kell produkálniuk.) [Brealey–Myers (1996)]

A mutató összehasonlításokra is alkalmas. Lehetőséget biztosít a vállalat belüli időbeli összevetésekre, illetve azonos szektoron belül különböző vállalatok egymáshoz viszonyítására.

B) Saját tőke-arányos nyereség

Saját tőke-arányos nyereség (*Return on Equity*: ROE) =
$$\frac{\text{Adózott eredmény}}{\text{Átlagos saját tőke}}$$

A mutató jelentése: Adott időszakban birtokolt saját tőke mekkora hozamot eredményez. az egyéb gazdasági szereplők (hitelezők, állam stb.) követeléseinek kielégítése után.

A mutató nevezőjében a vállalat saját tőkéje, illetve annak átlagos állomány szerepel, amit ebben az esetben is a nyitó, záró állomány számtani átlaga segítségével állapítunk meg. (A saját tőke számviteli értelmezése országonként különbözhet.)

A *mutató számlálója* az adózás utáni nyereséget tartalmazza. Ennek az összegnek a felhasználásáról (osztalékként szétosztják vagy végleg a társaság rendelkezésére bocsátják) a tulajdonosok döntenek.

A *mutató értelmezése*: Minél nagyobb a ROE mutató értéke, annál értékesebb a vállalat a befektetők számára (akár a ROA mutató esetében). Meg kell azonban jegyezni, hogy a ROE-mutató értékelésekor az üzleti kockázat mellett a tőkeáttétel miatti pénzügyi kockázattal is számolni kell.

C) *Egy részvényre jutó nyereség*

Egy részvényre jutó nyereség (*Earning per Share: EPS*) =
$$\frac{\text{Adózott eredmény}}{\text{Összes részvény száma}}$$

A *mutató jelentése*: Adott időszakban a társaság által elért adózás utáni eredményből mekkora összeg jut egy részvényesre, vagyis mekkora jövedelmet biztosít a részvény a tulajdonosának.

A *mutató nevezőjének* megállapítása nem is olyan egyértelmű feladat, mint amilyennek első pillantásra tűnik. Többféle részvénye is lehet ugyanis egy részvénytársaságnak, különböző osztalék és szavazati jogsútsággal bíró papírai. Lehet a társaságnak visszavásárolt saját részvénye is. Problémát okozhat továbbá az is, hogy átlagos részvénytárámmal vagy időszak végi részvénytárámmal számítsák-e ki a mutatót. Végül mindig az adott elemzési szempont dönti el, hogy milyen részvénytárámmot határoz meg a társaság, azonban a további összehasonlító elemzések készítésekor ezt a döntést mindig figyelembe kell venni.

A *mutató számlálója* akárcsak a többi jövedelmezőségi mutató esetében az adózás utáni nyereséget tartalmazza.

A *mutató értelmezése*: A befektetők értékelése megegyező a ROA és a ROE mutatóknál leírtakkal. Sőt, ebben az esetben a magasabb hozamvárás még kézenfekvőbb, mint a korábbiakban, hiszen a legérdektelenebb befektető is szentel némi figyelmet legalább ennek a viszonyzámmnak [Brealey–Myers (1996)].

D) Osztalékfizetési ráta

$$\text{Osztalékfizetési ráta} = \frac{\text{Egy részvényre jutó osztalék}}{\text{Egy részvényre jutó nyereség (EPS)}}$$

A mutató jelentése: A társaság a vizsgált időszakban elért adózott eredményéből mekkora hányadot fizet ki osztalék formájában a tulajdonosoknak.

A mutató értelmezése: Az osztalékfizetési ráta vizsgálata a vállalat osztalékpolitikájának alakulásáról, illetve a növekedési perspektíváiról nyújt információkat. Ha az osztalékfizetési ráta tartósan alacsony szinten áll (és részvény-visszavásárlásokkal sem kompenzálják a tulajdonosokat), ebből következtetni lehet arra, hogy a vállalat menedzsmentje kedvezően értékeli a beruházási, növekedési lehetőségeket. Ha azonban a társaság osztalékfizetési rátája fokozatosan növekszik, akkor tartani lehet attól, hogy a vállalat perspektívái romlottak. Az osztalékfizetési ráta alapján kialakult ítéletünket a vállalat működésére vonatkozóan a többi jövedelmezőségi mutató kiértékelésének segítségével ellenőrizhetjük.

E) Árbevétel arányos nyereség

$$\text{Árbevételarányos nyereség} = \frac{\text{Adózott eredmény}}{\text{Nettó árbevétel}}$$

A mutató jelentése: Adott időszak alatt a vállalat árbevételének hány százalékát teszi ki a nyereség, vagyis a cég mekkora forgalomarányos haszonnal dolgozik.

A mutató nevezőjében az adott időszak alatt produkált nettó árbevétel található.

A mutató számlálója a vállalat adózás utáni eredményét tartalmazza.

A mutató értelmezése: Elsősorban összehasonlító elemzések végzésénél van jelentősége, önmagában az adat nem sokat mond. Fontos jelzés azonban a vállalat számára, hogy az egymást követő évek során az árbevétel arányos nyereség milyen irányban változik, nő-e vagy csökken. Szintén hasznos információt jelenthet a versenytársak árbevétel arányos nyereségszintjével összevetni a vállalati mutatót. Az így kapott eredmények kiértékelése komoly, akár az egész termelési és gazdálkodási

szerkezetet is érintő feladatok elé állíthatja a cég pénzügyi vezetését [Katona (2014)].

F) Fedezeti mutató

$$\text{Fedezeti hányad} = \frac{\text{Fedezeti összeg}}{\text{Nettó árbevétel}}$$

A *mutató jelentése*: Mekkora hányadát teszi ki a fedezeti összeg, vagyis az értékesítés árbevétele és önköltsége közötti különbség a társaság nettó árbevételének.

A *mutató nevezőjében* az árbevételek és az egyéb bevételek szerepelnek (termékmennyiség szorozva a termék árával).

A *mutató számlálója* az árbevételek és az egyéb bevételek értékének és az értékesítés közvetlen önköltségének különbségét foglalja magába (termékmennyiség szorozva a termék ára mínusz a termék önköltsége).

A *mutató értelmezése*: Ez a mutató a társaság alaptevékenységének jövedelmezőségéről nyújt információkat, pontosabban az értékesítéskor érvényesíthető haszonkulcs, árrés nagyságát határozza meg. Különösen egyes termékek, termékcsoportok vizsgálatánál használható eredményesen ez a mutató.

A versenytársak hasonló mutatóival, illetve ugyanannak a terméknek korábbi időszaki értékeivel összevetve a társaság jelen időszaki értékeit, a termék, sőt a társaság piaci pozíciójára és piacképességére vonatkozólag is meglehetősen valós képet kapunk.

2. Hatékonysági mutatók

A hatékonysági mutatók abban hasonlítanak a jövedelmezőségi mutatókhoz, hogy ugyanúgy a társaság működésének eredményességéről tájékoztatnak, azonban nem az adózott eredményt viszonyítják különböző vállalati adatokhoz, hanem a nettó árbevétel, és ez által az egyes termelési tényezők, eszközök kihasználtságát mérik.

A) Készletek forgási sebessége

$$\text{Készletek forgási sebessége} = \frac{\text{Értékesítés közvetlen önköltsége vagy Nettó árbevétel}}{\text{Készletek átlagos állománya}}$$

A mutató jelentése: Adott időszak alatt a cég hányszor értékesítette átlagos készletállományát.

A mutató nevezőjében lévő időszaki átlagos készletállománnyal kapcsolatban meg kell jegyeznünk, hogy a készletfelhasználás esetleges szezonálitása torzíthatja a reális érték megállapítását.

A mutató számlálójában a vizsgált időszak alatti értékesítés közvetlen önköltsége áll. (Ha ez nem áll rendelkezésre, akkor a nettó árbevétel is behelyettesíthető a képletbe.)

A mutató értelmezése: A magas mutatóértéket egyértelműen pozitív jelenséggént szokták értékelni, pedig könnyen lehet, hogy csak a készletállomány szintje alacsonyabb az optimálisnál. (Az alacsony készletszint pedig veszélyeztetheti a vevői igények folyamatos kiszolgálását.) A szektorátlaghoz mérten jóval kisebb forgási sebesség viszont arra utal, hogy rossz a cég készletgazdálkodása és sok az értékesíthetetlen termék a raktáron. Azért hangsúlyoztuk, hogy a szektorátlaghoz képest, mert ágazatonként igen nagy eltérés mutatkozik a készletek forgási sebességében [Bélyácz (2007)].

B) Szállítók forgási sebessége

$$\text{Szállítók forgási sebessége} = \frac{\text{Nettó árbevétel}}{\text{Szállítók átlagos állománya}}$$

A mutató jelentése: A vizsgált vállalat szállítóival szembeni fizetési morálját, hajlandóságát méri. Másik megközelítésben a szállítóállomány kihasználtságáról ad információt.

A mutató nevezőjében a szállítóállomány átlagos értékét a korábban már többször kifejtett körültekintéssel kell megállapítani.

A mutató számlálójában, ha igazán pontos értéket kívánunk kapni, a szállítók irányában felmerült összes költséget kellene szerepeltetni. Erről az összegről azonban külső elemzőnek ritkán van információja, ezért szerepel az általános képletben a nettó árbevétel, mint a pénzügyi be-

számoló rendszeresen megjelenő adata. Mivel a nettó árbevétel mindig magasabb, mint a felmerült költségek, ezért ez a kiszámítási mód felfelé torzítja a mutató értékét.

A mutató értelmezése: A mutató magas értéke a társaság jó fizetési fegyelme vagy a szállítók szigorú elvárásaira utal. Ha a mutató értéke alacsony, akkor ez jelentheti a vállalat rossz fizetési hajlandóságát, de jelentheti azt is, hogy erős alkupozícióban van szállítóival szemben, diktálni tudja a feltételeket.

C) Szállítók átlagos forgási ideje

$$\text{Szállítók átlagos forgási ideje} = \frac{\text{Időszak napjainak száma}}{\text{Szállítók forgási sebessége}}$$

A mutató jelentése: A társaság átlagosan mennyi nap alatt egyenlíti ki a szállítókkal szemben fennálló tartozásait. (A mutató, jellegében megegyezik az átlagos beszédési idővel.)

A mutató nevezőjében a C) pontban kiszámított érték, a szállítók forgási sebessége áll.

A mutató számlálójában a vizsgált időszak naptári napjainak száma található.

A mutató értelmezése: Hasonló módon értékelhető a mutató magas illetve alacsony volta a szállítók forgási sebességénél elmondottakkal, csak a képletből következően, ha az egyik érték magas, akkor a másik alacsony és fordítva.

Érdekes lehet a szállítók átlagos forgási idejének mutatója és az átlagos beszédési mutató értékeinek összevetése. Ha például a beszédési idő a nagyobb érték a két mutató közül, akkor ez azt jelenti, hogy a cég követeléseinek bizonyos hányadát nem tudja szállítóival finanszírozni. Ha fordított a helyzet, akkor jó helyzetben van a cég, nincsenek ilyen jellegű fizetési gondjai.

D) Forgótőke forgási sebessége

$$\text{Forgótőke forgási sebessége} = \frac{\text{Nettó árbevétel}}{\text{Nettó forgótőke átlagos állománya}}$$

A mutató jelentése: a társaság forgótőkéje hányszor térül meg az adott időszak alatt, vagyis hasznosítása mennyire hatékony.

A mutató nevezőjében található nettó forgótőke nem más, mint az összes rövid lejáratú eszköz (forgóeszköz) és a rövid lejáratú kötelezettségek (folyó források) különbsége. Más szóval, a nettó forgótőke a vállalat tevékenységének folytatásához rendelkezésre álló tőkeállománya. Az átlagos jelző ebben az esetben is külön vizsgálatot igényel a szezonálítások kiküszöbölése miatt.

A mutató számlálója: a nettó árbevétel különösebb magyarázatot nem igényel.

A mutató értelmezése: Ha a forgótőke forgási sebessége magas, az az eredményes és hatékony gazdálkodás jele. Ha túl magas a mutató értéke, akkor likviditási gondok is meghúzódhatnak a háttérben, hiszen a hányados annál nagyobb, minél kisebb a nevezőben lévő nettó forgótőke értéke, ez pedig az eszközök és források nem megfelelő arányára utal. Értelemszerűen a mutató alacsony értéke a hatékonyság hiányára hívja fel a figyelmet. Hasznos lehet továbbá időbeni összehasonlító elemzések elvégzése, hiszen – többek között – a menedzsment munkájáról is bizonyítványt állít ki [Bélyácz (2007)].

E) Egy főre jutó árbevétel

$$\text{Egy főre jutó árbevétel} = \frac{\text{Nettó árbevétel}}{\text{Átlagos létszám}}$$

A mutató jelentése: Az egy főre jutó forgalmat méri, a munkaerő-kihasználtságról illetve munkaerő-intenzitásról nyújt információt.

A mutató nevezője: A foglalkoztatottak átlagos létszámát határozza meg. (Ez az érték az idénymunkásokat foglalkoztató cégeknél megglehetősen nehezen állapítható meg.)

A mutató számlálójában a nettó árbevétel szerepel.

A mutató értelmezése: Különösebb kommentárt nem igényel, viszont meg kell jegyeznünk, hogy összehasonlító elemzéseket e mutató segítségével csak nagyon hasonló tevékenységet végző vállalatok között érdemes készíteni, különben téves következtetésekre juthatunk.

3. Tőkeáttételi mutatók

A tőkeáttételi mutatók jelentősége, ahogy az már a korábbi fejezetből kiderült, a vállalat finanszírozási döntéseinek meghozatalakor érvényesül leginkább.

Ismétlésként itt újra el kell mondanunk, hogy a vállalatnak kétféle kockázattal kell megbirkóznia: az üzleti és a pénzügyi kockázattal. Az üzleti kockázat a vállalat üzleti tevékenységére vonatkozik, ilyen módon nagysága független a finanszírozási szerkezettől. A pénzügyi kockázat viszont a cég finanszírozási politikájának egyenes következménye, hiszen minél jobban eladósodik a cég, vagyis minél nagyobb arányban finanszíroz hitelekkel, minél nagyobb a tőkeáttétele, annál nagyobb lesz a részvények hozamingadozása, tehát kockázata. A két kockázati fajta közül a tőkeáttételi mutatók a pénzügyi kockázatot mérik [Brealey– Myers (1996)].

A) Saját tőke arány

$$\text{Saját tőke arány} = \frac{\text{Saját tőke}}{\text{Tartós források állománya}}$$

A mutató jelentése: A társaság tartós forrásai között mekkora arányt képvisel a saját tőke.

A mutató nevezője: az összes tartós forrást tartalmazza. Néha a tartós források helyett az összes forrás – a folyamatosan megújuló rövid lejáratú kötelezettségek is – kerül a nevezőbe.

A mutató számlálójában a társaság saját tőkéjének záró állománya szerepel.

A mutató értelmezése: A magas saját tőke arány – értelemszerűen – azt jelenti, hogy a cég kevésbé van eladósodva, vagyis kisebb a pénzügyi kockázata. Az alacsony saját tőke arányt, tehát a magasabb pénzügyi kockázatot általában azok a cégek engedhetik meg maguknak, amelyek üzleti kockázata viszonylag alacsony, így tevékenységük nyereségessége

biztosított, és viszonylag stabil szintű adózott eredményre számíthatnak [Katona (2017)].

B) Idegen tőke – saját tőke arány

$$\text{Idegen tőke / Saját tőke arány} = \frac{\text{Hosszú lejáratú kötelezettségek}}{\text{Saját tőke}}$$

A mutató jelentése: Ugyanazt méri, mint a saját tőke arány csak más szemszögből. a társaság hosszúlejáratú kötelezettségét vetíti a saját tőke nagyságára.

A mutató nevezője és számlálója a saját tőke arány mutatónál leírtakkal megegyező.

A mutató értelmezése: A saját tőke arány logikájával ellentétes, vagyis ha a mutató értéke magas, akkor beszélünk eladósodottságról [Katona (2017)].

C) Kamatfedezeti mutató

$$\text{Kamatfedezeti mutató} = \frac{\text{Adó és kamatfizetés előtti nyereség} + \text{Amortizáció}}{\text{Kamatráfordítás}}$$

A mutató jelentése: Milyen mértékben képes a vállalat hiteltartozásából eredő kötelezettségeinek eleget tenni. Pontosabban a vállalat működési pénzáramából mekkora fedezetet nyújt kamatkötelezettségeinek teljesítésére. (Szigorúan véve nem igazán tőkeáttételi mutató, de közvetve mégis méri a társaság eladósodottságát).

A mutató nevezője a kamatráfordításokat tartalmazza.

A mutató számlálójában az időszaki adózás és kamatfizetés előtti eredményt és az amortizációt állítjuk be, ami helyylel - közel a működési pénzáramnak felel meg.

A mutató értelmezése: Ha magas a mutató értéke, a társaság nagy biztonsággal tesz eleget kamatfizetési kötelezettségeinek. Ha a mutató értéke tartósan ezen a magas szinten marad, akkor a bankok hitelképes céggként könyvelik el a társaságot, és jó eséllyel folyamodhat újabb hitelekért. A nagy üzleti kockázatú cégek kamatfedezetét nagyobb

ingadozások jellemzik, így hitelezési szempontból is kockázatosabbnak ítélik a pénzüintézetek.

4. Likviditási mutatók

A likviditási mutatók a vállalat fizetőképességéről nyújtanak információt, más szóval, arra adnak feleletet, hogy a cég eleget tud-e tenni rövid lejáratú kötelezettségeinek a vállalat forgóeszközeinek felhasználása segítségével. A rövid lejáratú (forgó) eszközök ugyanis a cég tevékenysége során előbb-utóbb pénzeszközzé válnak, így lehetővé válik a forrásoldali rövid lejáratú kötelezettségek kielégítése. A likviditási mutatók tartalmi elemei minden számviteli kimutatásból egyértelműen kiolvashatók, azonban – a rövid lejárat miatt – az adatok folyamatos aktualizálása és figyelése nélkül a kiszámított mutatóértékek nem nyújthatnak hiteles képet a vállalatról [Bélyácz (2007)].

A) *Likviditási ráta*

$$\text{Likviditási ráta} = \frac{\text{Forgóeszközök}}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}}$$

A *mutató jelentése*: Milyen mértékben képes a vállalat eleget tenni rövid lejáratú kötelezettségeinek a rendelkezésre álló forgóeszközök felhasználásával

A *mutató nevezője* a rövid lejáratú kötelezettségek (folyó források) záró állományát tartalmazza.

A *mutató számlálójában* a forgóeszközök záró állománya található.

A *mutató értelmezése*: A likviditási ráta a leggyakrabban kiszámított mutató. Ha értéke 1 alá esik, akkor ez gyakorlatilag a társaság fizetőképességét jelzi. Ebből következően a minimum elvárás egy vállalatnál (különösen, ha hitelt kíván felvenni), hogy a likviditási ráta értéke nagyobb legyen 1-nél. A túl magas mutató érték csak a hitelezők szempontjából optimális, ugyanis a forgóeszközök hozama általában kisebb, mint a befektetett eszközöké, túl nagy arányuk az eszközök között tehát csökkenti az eszközök átlagos hozamát. (Érdemes ilyenkor megvizsgálni a vállalat ROA mutatóját is) Ezen túlmenően a mutató magas értéke önmagában még nem biztosíték a vállalat fizetőképességére vonatkozóan,

hiszen gondoljunk csak arra esetre, amikor a forgóeszközök között nagy súllyal szerepelnek nehezen értékesíthető és ezáltal nehezen pénzzé tehető készletek, akkor csak elvi lehetőség marad a rövid lejáratú kötelezettségek finanszírozhatósága. Az alábbi, pontosabb képet adó ráták kiszámítása éppen a fenti kételyek eloszlatását szolgálják.

B) Likviditási gyorsráta

$$\text{Likviditási gyorsráta} = \frac{\text{Forgóeszközök} - \text{készletek}}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}}$$

A mutató jelentése: Milyen mértékben képes a vállalat eleget tenni rövid lejáratú kötelezettségeinek a rendelkezésre álló forgóeszközök felhasználásával, ha a legkevésbé likvid forgóeszközt, a készleteket nem vesszük figyelembe.

A mutató nevezője a rövid lejáratú kötelezettségek (folyó források) záróállományát tartalmazza.

A mutató számlálójában a forgóeszközök záróállománya található, kivéve a készleteket.

A mutató értelmezése: A likviditási gyorsráta kiszámítására akkor van szükség, amikor erős a gyanúnk, hogy a készletek értékesíthetősége, illetve forgási sebessége alacsonyabb az átlagnál. Ilyen esetben megnyugtató, ha a mutató értéke 1 fölött van, általában azonban ez egy jól működő cégnél nem elvárás.

C) Pénzhányad mutató

$$\text{Pénzhányad} = \frac{\text{Forgóeszközök} - \text{Készletek} - \text{Követelések}}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}}$$

A mutató jelentése: Milyen mértékben képes a vállalat eleget tenni rövid lejáratú kötelezettségeinek a rendelkezésre álló pénzeszközök és azonnal pénzeszközzé tehető értékpapírok felhasználásával.

A mutató nevezője a rövid lejáratú kötelezettségek (folyó források) záró állományát tartalmazza.

A *mutató számlálójában* található a forgóeszközök záró állománya csökkentve a készletek és a követelések állományával. (A követelések likviditási foka is változó, ezért ennél a mutatónál nem vesszük figyelembe.)

A *mutató értelmezése*: Ha a mutató értéke 1 fölött van, akkor a vállalatnak egyáltalán nincsenek fizetési nehézségei. Ez azonban főleg a fizetési biztonság, ha egyébként a követelések és / vagy a készletek megtérülése jó. A mutató értéke azonban sűrű időközönként változik éppen a mutatóban szereplő eszközök nagyfokú likviditása miatt.

D) Időtartam-mutató

$$\text{Időtartam mutató} = \frac{\text{Forgóeszközök} - \text{Készletek}}{\text{Napi átlagos működési kiadások}}$$

A *mutató jelentése*: Hány napig képes a vállalat napi működési kiadásának fedezésére, a rendelkezésére álló forgóeszközcsoporthoz felhasználásával. (A fenti képlet forgóeszközcsoporthoz csak a készleteket nem tartalmazza.)

A *mutató nevezője* az átlagos napi működési kiadások szerepelnek. Ezt az értéket kifejezhetjük az amortizációval csökkentett költségek és egyéb ráfordítások összege és a napok hányadosaként

A *mutató számlálójában* található a forgóeszközök meghatározott állománya, az elemzési cél alapján likviditási fokként szűkítve illetve bővítve a számlálóban figyelembe vett állományt.

A *mutató értelmezése*: Annál biztonságosabb a vállalat működése, minél nagyobb a mutató értéke, de a túlzott likviditás ennél a mutatónál sem feltétlenül kívánatos.

5. Piaci mutatószámok

A piaci mutatók elsősorban a piaci befektetők, a részvény- és kötvénytulajdonosok számára hordoznak fontos információkat.

A) Árfolyam / Nyereség ráta (P/E ráta : Price-Earnings Ratio)

$$\text{P/E ráta} = \frac{\text{Részvényárfolyam}}{\text{Egy részvényre jutó nyereség}}$$

A *mutató jelentése*: Hányszorosa a mai árfolyam az egy részvényre jutó nyereségnek, vagy másképpen, mennyi egységnyi pénzt kell kifizetni egy egységnyi jövedelemért.

A *mutató nevezőjében* az egy részvényre jutó eredmény szerepel.

A *mutató számlálója* az aktuális, jelenlegi árfolyamot mutatja.

A *mutató értelmezése*: Minél kisebb a mutató értéke, annál érdekesebb a részvényt megvásárolni, hiszen annál kisebb jelenlegi pénzt kell árfolyamként kifizetni egységnyi nyereségért. A magas P/E-ráta viszont jelentheti azt is, hogy a befektetők magas osztaléknövekedést várnak, de azt is, hogy a részvénynek alacsony a kockázata, így a befektetők alacsonyabb hozammal is beérik.

B) Piaci érték / könyvszerinti érték aránya

$$\text{Piaci érték / könyvszerinti érték} = \frac{\text{Részvényárfolyam}}{\text{Egy részvény könyvszerinti értéke}}$$

A *mutató jelentése*: Hányszorosa a cég piaci értéke a könyv szerinti értékének.

A *mutató nevezőjében* a saját tőke összegének és a forgalomban lévő részvények számának hányadosa áll.

A *mutató számlálója* az aktuális, jelenlegi árfolyamot mutatja.

A *mutató értelmezése*: Minél magasabb az érték – értelemszerűen –, annál jobb a cég piaci megítélése.

C) *Osztalékhozam*

$$\text{Osztalékhozam} = \frac{\text{Egy részvényre jutó osztalék}}{\text{Részvényárfolyam}}$$

A mutató jelentése: Ha a részvény osztaléka állandó ütemben növekszik, akkor az osztalékhozam nem más, mint a részvénytől elvárt hozam és az osztalékok növekedési ütemének különbsége. (A mutató jelentésének magyarázata abban rejlik, hogy a részvényárfolyam (P_0) felfogható egy növekvő tagú örökjáradék jelenértékének, tehát felírható úgy, hogy a várható osztalék (DIV) osztva a részvényhozam (r) és az osztalék növekedési ütemének (g) különbségével: $P_0 = \text{DIV} / (r - g)$.)

A mutató nevezőjében az aktuális, jelenlegi árfolyamot találhatjuk.

A mutató számlálója vagy az elmúlt időszak osztalékát vagy pedig a várható osztalékot mutatja

A mutató értelmezése: A magas osztalékhozam jelentheti azt, hogy a befektetők az osztalék lassú növekedését várják, vagy azt, hogy magas hozamra számítanak [Brealey–Myers (1996)].

Kérdések, feladatok

1. Milyen érdeke fűződik a vállalati koalíció tagjainak az átfogó pénzügyi elemzések és vizsgálatok elvégzéséhez?
2. Mi biztosítja a pénzügyi adatok egységességét?
3. Milyen fontosabb pénzügyi mutatócsoportokat ismer?
4. Mikor értelmezzük helyesen a pénzügyi elemzések kimutatásait?
5. Milyen kritériumoknak kell megfelelnie a jó pénzügyi elemzésnek?
6. Sorolja fel, jellemezze és értelmezze az alábbi mutatócsoportok mutatóit!
 - Jövedelmezőségi mutatók
 - Tőkeáttételi mutatók
 - Hatékonysági mutatók
 - Likviditási mutatók
 - Piaci mutatószámok

(Gyakorlásképpen egy tőzsdén jegyzett vállalat közzétett éves beszámolójának adataiból számítsa ki a mutatókat, és azok alapján vonjon le következtetéseket a vállalat működésére vonatkozóan!)

Felhasznált irodalom

Bélyácz I.: *A vállalati pénzügyek alapjai*. Budapest, Aula, 2007.

R. A. Brealey – S. C. Myers: *Modern vállalati pénzügyek I–II*. Budapest, Panem, 1996.

K. Katona: Primary sources of corporate investment in Hungary. *Scientific Annals of Economics and Business*, Vol. 64., N. 2. (2017) 215–232.

K. Katona: Corporate production and financing choices in Hungary. *Ekonomika: Mokslo Darbai*, Vol. 93., N. 3. (2014) 141–163.

Katona K.: A számviteli rendszer és nyereségadóztatás eltérő szabályozási elveinek hatása a vállalati működésre. *Iustum Aequum Salutare*, 2016/2. 33–49.

10. FEJEZET

A JÖVEDELEM MEGOSZTÁSA A TULAJDONOS, A HITELEZŐ ÉS AZ ÁLLAM KÖZÖTT

Az első fejezetben a vállalati koalíció tagjai között mind a pénzügyi *input*-, mind pedig a pénzügyi *output*-oldalon 3-3 szereplővel találkozunk: tulajdonos, hitelező és állam. A vállalati működés érintettjei közül e három koalíciós szereplő az, mely finanszírozza a vállalat működését és cserébe – a piac törvényei értelmében – ellenszolgáltatást vár:

- A tulajdonos saját tőkét bocsát a vállalat rendelkezésére, cserébe pedig a vállalat adózott jövedelméből a rájutó, arányos részt, vagyis osztalékot követel.
- A hitelező idegen tőkét juttat a vállalat finanszírozása céljából – ennek formája lehet hitel, kötvény, pénzügyi lízing –, ennek fejében pedig törlesztőrészletet – és még az adózást megelőzően – kamatot vár el.
- Az állam adhat vissza nem térítendő támogatásokat, kedvezményeket, de ha nem is ad, akkor is megköveteli a vállalatoktól, mint a nemzetgazdaság fontos szereplőitől, hogy a közteherviselésből részt vállaljanak, és különféle adókat fizessezenek.

Az alábbiakban azt gondoljuk végig, hogy e három irányban milyen konkrét kötelezettségei vannak a vállalatnak és milyen elvárásoknak kell megfelelniük. Először, a legfontosabbal, a tulajdonossal és a tulajdonosnak járó osztalékkal kezdünk!

1. Tulajdonos – osztalék

A pénzügyi vezetésnek, illetve az igazgatótanácsnak azon alternatívát kell megvizsgálnia, hogy a társaság adózott nyereségéből eredménytartalékot képez-

zen-e vagy osztalék formájában jutasson pénzt a vállalat részvényeseinek. Ezt nevezzük **osztalékpolitikai** döntésnek.

Mivel a visszatartott nyereség forrásul szolgálhat a vállalat befektetési terveinek megvalósításához, szoros összefüggés mutatható ki a beruházási, finanszírozási döntések és az osztalékpolitika között. A vállalat jövőbeni növekedési, beruházási tervei meghatározzák a kifizethető osztalék nagyságát: Ha ugyanis a vállalat vezetése fedezetet kíván teremteni a vállalat bővítési lehetőségeinek belső finanszírozására, akkor a vállalat nyereségének nagy részét – ha nem az egészet – eredménytartalékba helyezi, s a részvények után fizetett osztalékot alacsony szinten tartja. Ha viszont a vállalat – beruházásainak finanszírozásakor – a saját forrásokkal szemben a hiteleket részesíti előnyben, akkor a – kamatfizetés utáni – adózott eredmény teljes összege felhasználható osztalékfizetésre, vagyis ebben az esetben a hitel(finanszírozási)politika dönti el a vállalati osztalék mértékét. Mindezekből következően a tulajdonosoknak kifizethető osztalékösszeg emelése csak a beruházási és finanszírozási döntések függvényében, azok egyidejű megváltoztatásával valósítható meg.

Ha rögzítjük a vállalat beruházási és finanszírozási politikáját (vagyis mind a beruházandó keret nagysága, mind pedig a rendelkezésre álló, kívülről bevonható pénzmennyiség nagysága is adott), akkor felmerül a kérdés, miből finanszírozzuk az osztalék emelését. Csak egy lehetséges forrás marad: a tőkeemelés (részvénytársaság esetében a részvénykibocsátás). Ha nem változik a cég beruházási és hitelpolitikája, akkor bármilyen osztaléknövekedésnek együtt kell járnia a jegyzettőke emelésével. Ez gyakorlatilag azt jelenti, hogy a tulajdonosok maguk finanszírozzák saját osztaléknövekedésüket azáltal, hogy eladják a vállalatban szerzett tulajdonuk egy részét [Brealey–Myers (1996)].

Az osztaléknövelés – tőkeemelés (részvénykibocsátás) összefüggés fordítottja is igaz, vagyis az osztalék bármilyen csökkenését ellentételezi a saját tőke, illetve a forgalomban lévő részvények számának csökkentése, más szóval a tőkeleszállítás (a forgalomban lévő részvények visszavásárlása). Ebből kifolyólag a társaságok gyakran döntenek úgy, hogy részvényeseik között nem osztalék formájában, hanem részvény-visszavásárlások útján osztanak szét pénzt. (A részvény-visszavásárlás formailag történhet nyílt piaci művelet során, főrészvényesekkel kötött megállapodás révén vagy az összes részvényesnek tett ajánlat alapján.)

Akármelyik folyamat is játszódik le:

- a részvényes osztalékot kap, és cserébe lemond tulajdoni hányada egy részéről az új tulajdonosok javára,

- a részvényes nem kap osztalékot, de zsebre teheti a tulajdonában lévő részvények egy részének eladásából származó ellenértéket,

a részvényesek vagyona összességében nem változik. A két eljárás közötti választás alapvetően az adott ország adózási rendszerén múlik, nevezetesen azon, hogy az osztalék-kifizetést vagy az árfolyamnyereséget (tőkenyereséget) adóztatják-e meg jobban az ország adórendelkezései [Katona (2016)]. A leírtak alapján – az eredeti definíciót újrafogalmazva – az *osztalékpolitika* nem más, mint választás egyrészt a nyereség-visszatartás, másrészt az osztalék-kifizetése, harmadrészt az új részvények kibocsátása között.

Az osztalék formájának és mértékének megállapítása az igazgató(tanács) hatáskörébe tartozik. (A végső döntést természetesen a közgyűlésnek kell meghoznia.) Osztalékot legtöbbször pénz formájában fizetnek a részvényeseknek, de előfordul az is, hogy termékmintát küldenek, vagy kedvezményes szolgáltatást ajánlanak fel a társaság tulajdonosainak. Az osztalékot fizethetik havonta, negyedévente, félévente vagy évente is.

*Szokásos osztalék*nak nevezzük azt az osztalékot, amelyet egy jövőben is fenntartható osztalékszint mellett rendszeresen fizetnek. A szokásos osztalék mellett más jogcímen kifizetett osztalék például az *extra osztalék*, amelyről a befektetőnek tudnia kell, hogy kifizetésére nem feltétlenül kerül sor legközelebb. A *különleges osztalék* pedig az az osztalékforma, amelynek a jövőbeni kifizetése szinte teljesen kizárt.

Az osztalék mértékének meghatározása kapcsán John Lintner az 1950-es évek közepén készített felméréseket és tanulmányt. A vállalatvezetőkkel folytatott megbeszélései és a tapasztalati adatok alapján az alábbi megfigyeléseket tette az osztalékpolitikára vonatkozóan:

- A vállalat – az osztalék kifizetésekor – a hosszú távú célokat tartja szem előtt.
- A vállalatvezetők elsősorban az osztalék nagyságának változására és nem annyira az abszolút szintjére fektetik a hangsúlyt.
- A vezetők – a fentiekből is következően – nem szívesen határoznak meg olyan osztalékszintet, amelyre vonatkozó döntést később esetleg vissza kell vonniuk.
- Az osztalék változásai hosszú távon a fenntartható nyereségszinthez igazodnak.

Lintner a fenti tételek alkalmazásával kidolgozott egy modellt, amely azon a feltételezésen alapul, hogy a vállalat mindenkor egy megcélzott osztalékfizetési hányad elérésére törekszik. A modell szerint a vállalat következő évi osztaléka

(DIV) az egy részvényesre jutó nyereségnek (EPS) ezzel a megcélzott osztalék-fizetési hányadával lesz egyenlő:

$$\text{DIV} = \text{Megcélzott hányad} \times \text{EPS}$$

Ha az osztalék nagysága változik az egyik évről a másikra:

$$\text{DIV}_1 - \text{DIV}_0 = \text{Megcélzott hányad} \times \text{EPS} - \text{DIV}_0$$

Lintner kimutatta, hogy a vállalatvezetők döntéseit az a meggyőződés motiválja, hogy a részvényesek az osztalék állandó ütemű növekedését tekintik a vállalati eredményesség legfőbb zálogának. Ezért a vállalat vezetése – a jövőbeni növekedés biztosítása érdekében – csak óvatosan használja ki az adózott nyereségből származó osztalékfizetési lehetőségeket. Vagyis a megcélzott hányadot csak fokozatosan kívánja elérni a menedzsment, ezért annak nagyságát módosítja [Brealey–Myers (1996)].

Ha ezek után feloldjuk a kiinduló feltételezést, vagyis az adottnak tételezett osztalékfizetési hányadot, akkor az osztalék növekedésére vonatkozó képlet az alábbiak szerint írható fel:

$$\text{DIV}_1 - \text{DIV}_0 = \text{Módosító tényező} \times (\text{Megcélzott hányad} \times \text{EPS} - \text{DIV}_0)$$

(Minél óvatosabb a vállalat, annál alacsonyabb a módosító tényező.)

A fenti képletből kiolvasható, hogy Lintner modellje szerint az osztalék nagysága részben a vállalat jelenlegi nyereségétől, részben pedig a megelőző év osztalékától függ. A megelőző évi osztalék szintén az adott év adózott nyereségének és az azt megelőző év osztalékának a függvénye és így tovább. Ebből következően a cég várható osztaléka a jelenlegi és a múltbeli nyereségek súlyozott átlagából számítható ki.

A Lintner által felmért cégek a **konzervatív felfogás** szerint ítélték meg az osztalékfizetés és a vállalat értéke közötti viszonyt. Ha nő az osztalék, javul a vállalat piaci megítélése, nő a vállalat értéke is. A **radikális nézet** szerint az összefüggés éppen fordítva érvényes, vagyis az osztalék csökkentésével lehet elérni a cég piaci értékének növekedését. A nézet képviselői megállapításukat abból befektetői reakcióból vezették le, hogy a piac az osztalék visszafogását a vállalatvezetői optimizmus jeleként értelmezi, hiszen a nyereség tartalékolásának célja csak a jövőbeni fejlesztési lehetőségek kiaknázása lehet. A befektetők a vállalati vezetők véleményét, mint belső információkkal rendelkező szakemberekét, mérvadónak tekintik a vállalati perspektívák megítélésének kérdésében. Az ún. **középutas megközelítés** szerint azonban – tökéletes tőkepiacot feltételezve –

az osztalékpolitika közömbös a vállalat értéke szempontjából [Brealey–Myers (1996)].

A középutasok csoportjának alapító tagjai a korábban már többször is említett **Modigliani–Miller (MM) szerzőpáros**. Modigliani és Miller pontosan leírta azt a feltételrendszert – talán ebben van az elmélet legnagyobb jelentősége –, amely kondíciók mellett a középutas elmélet érvényes. Ezek közül a lényegesebb előfeltételezések az alábbiak:

- a vállalat beruházási politikája adott és a befektetők által ismert,
- az osztalékot és az árfolyamnyereséget nem terheli adó,
- az értékpapírok adásvétele szabad és költségek nélküli,
- információk mindenki számára egyformán hozzáférhetők,
- nincsenek ún. ügynöki költségek (a részvénytulajdonláshoz kapcsolódó)

MM szerint a fentiek teljesülése esetén az osztalékpolitika érdektelen a befektetők számára.

Ahogy azt már a korábbiakban leírtuk, adott beruházási és hitelpolitika mellett az osztalék összegének növelése csak új részvények kibocsátásával lehetséges. A részvénykibocsátás nem érinti a vállalat eszközeinek értékét, így az eszközök által megtermelt nyereség nagyságát sem, vagyis a cég piaci értéke változatlan marad.

A régi részvények értékére vonatkozóan a következő összefüggés mutatható ki:

$$\text{Régi részvények értéke} = \text{Vállalat értéke} - \text{új részvények értéke}$$

A fenti képletből kiolvasható, hogy az egyenlőség akkor áll fenn, ha az érték egy része a régi részvényesektől az újakhoz kerül át (értéktranszfer). A régi részvényesek által elszenvedett árfolyamvesztéséget azonban kompenzálja a megnövekedett osztalék. (Hiszen pont azt az összeget osztják ki a régi részvényesek között extra osztalékként, amelyet az új részvények kibocsátásával, eladásával szerzett meg a vállalat.)

Ha a társaság vezetése úgy dönt, hogy nem fizet extra osztalékot, vagyis nem bocsát ki új részvényeket, akkor a régi részvények értéke sem csökken. Vagyis a régi részvényesek nem jutnak extra pénzhez, másrésről viszont részvényük értéke sem csökken.

Végeredményképpen a részvényesek vagyoni helyzete változatlan marad, akármilyen osztalékpolitikát folytasson is a cég.

A **Modigliani–Miller féle tézis** lényege tehát összefoglalva a következő:

1. A vállalat azt a politikát követi, hogy részvényeseinek extra osztalékot fizet és részvényt bocsát ki. A részvénykibocsátás csökkenti a régi tulajdonosok részvényeinek értékét, amely csökkenést az osztalék ellensúlyozza.

Ekkor a részvényes előtt nyitva áll az alternatíva: a kapott osztalékot fogyasztási célra használja fel vagy pénzéért újonnan kibocsátott részvényeket vásárol, tehát a befektetést részesíti előnyben. Ez utóbbi esetben a részvényes vagyoni helyzete ugyanolyan, mintha a társaság nem fizetett volna osztalékot.

2. A vállalat extra osztalékot nem fizet, nem bocsát ki új részvényeket. A részvények értéke ezáltal nem csökken, viszont többlet osztalékhoz sem jutnak a részvényesek.

Ekkor a befektetők újfent két lehetőség közül választhatnak. Befektetésük értékét (árfolyamát) megőrizve, tudomásul veszik az extra osztalék elmaradását. Vagy mégis a jelenbeli fogyasztás és pénzköltés mellett döntenek, tehát osztaléknak megfelelő összeghez kívánnak jutni. Ekkor a tulajdonukat képező részvények egy részét eladják (hatékony tőkepiacon erre mindig van lehetőség). Vagyoni pozíciójuk ezáltal nem változik ahhoz a helyzethez képest, amikor a vállalat osztalékot fizet számukra, mivel mindkét esetben az érték átkerül az új részvényesekhez. (A különbség csupán az, hogy osztalékfizetéskor a részvények számának növekedése miatt, részvényeladásakor pedig a régi részvényeseknél lévő részvények számának csökkenése miatt következik be az értéktranszfer.)

Mindebből tehát az következik, hogy függetlenül a vállalat osztalékpolitikájától, a részvényesek kialakíthatják a nekik megfelelő osztalékpozíciót. Ha pedig a befektetőt hidegen hagyja a vállalat által fizetett osztalék nagysága (hiszen a piacon más módon is pénzéhez juthat), akkor a vállalat piaci megítélése, ezáltal értéke is független a vezetés által követett osztalékpolitikától.

2. Hitelező – törlesztőrészlet és kamat

A hitelező, ahogy ez már a korábbiakban kifejtésre került, lehet bank (hitel, pénzügyi lízing), egy másik vállalat (kölcsön) vagy a kötvénytulajdonos. A részvénytulajdonostól eltérően a hitelezők sohasem véglegesen bocsátják rendelkezésre pénzeszközeiket a vállalati beruházások finanszírozására, hanem csak átmenetileg. Egy adott periódus alatt, meghatározott részletekben vissza

kell fizetni a kezdeti pénztőkét. A pénz „használati jogáért” pedig ellenérték, jövedelem jár, amelyet kamatnak nevezünk. Összefoglalva az eddigieket, hitelezésről beszélünk, ha a hitelt nyújtó pénzeszközöket, árukat vagy szolgáltatásokat enged át ideiglenesen, kamatfizetés ellenében, illetve a hitelt felvevő idegen tőkét vesz igénybe meghatározott időre [Bélyácz (2007)].

A **hitelek** az alábbi szempontok szerint csoportosíthatók [Katona (2018)]:

- hitelfolyósító szerint: jegybanki, üzleti banki és egyéb hitelek
- hiteladósok szerint: vállalati, költségvetési (önkormányzati, közületi), lakossági, bankközi stb. hitelek
- a finanszírozott eszközök szerint: beruházási (állóeszköz) és forgóeszközhitelek
- fedezete szerint: fedezettel nem bíró (nyílt vagy biankó) és fedezettel bíró (anyag, félkész- és késztermék, áru, lábon álló termés, jelzálog, kézi zálog követelésre, engedményezett követelésre, garancia vagy készfizető kezesség stb. mellett nyújtott) hitelek
- folyósítást illetően: rulírozó (újra feltöltődő) vagy nem rulírozó hitelek
- valutaneme szerint: belföldi vagy külföldi pénznemben nyújtott hitelek
- lejárat szerint: rövid, közép- és hosszú lejáratú hitelek

A *rövid lejáratú* – éven belüli – *hitelek* lehetnek.

- Folyószámlahitelek, amikor a bankok ügyfeleik pénzforgalmi számláin írják jóvá a nyújtott hiteleket, s azok a hitelszerződésben meghatározott ideig szabadon felhasználhatók. A hitelek törlesztése ugyancsak a folyószámlára befolyt, illetve azon jóváírt összegekből történik
- Számlahitelek nyújtása esetén a bankok külön számlát nyitnak a hitelek nyilvántartására, az ügyfelek pedig elszámolási betétszámlájukon keresztül hívhatják le a hitelt. A törlesztés is a betétszámla terhelésével és a hitelszámlán való jóváírással történik. Ebbe a kategóriába tartoznak
 - az export- és import-ügyletek finanszírozására szolgáló hitelek
 - a váltóleszámítással és az értékpapír-vásárlással kapcsolatos éven belüli lejáratú hitelek.

A *közép- és hosszú lejáratú* – éven túli – *hitelek* közé

- a beruházási vagy projektfinanszírozási, valamint

- a nemzetközi pénzügyi szervezetekből kapott, a kormányközi és egyéb kölcsönök tartoznak.

A hitelnyújtási ügylethez többnyire *garancia, kezesség, jótállás* stb. kapcsolódik. A nemzetközi gyakorlatban a bankok az általuk kellően ismert ügyfelektől azonban nem kérnek biztosítékokat.

A kezes (vagy aval) hitelek esetén a hitelt nyújtó bank rendszerint nincs állandó ügyfélkapcsolatban a hitelt felvevővel, ezért biztonsága érdekében kezes(ek) egyetemleges felelősségvállalása mellett folyósítja a kért hitelt.

A *reálhitelek* a biztosítékok jellege szerint különböztethetők meg.

- A lombardhitel kézizálog és értékpapír fedezete mellett nyújtható.
- A cessziós hitel későbbi követelés megelőlegezésére szolgál, amelynek fedezete gyanánt az ügyfél a bankra engedményezi az adott ügylethez kapcsolódó követelését vagy a számlaköveteléseit általában.
- A hosszú lejáratú hitelek esetén pedig rendszerint jelzálog kikötése teremti meg a hitelfedezetet, amely adóslevél vagy jelzálog-kötelezés-vény formájában testesítheti meg a követelést.

Az aktív banktevékenység keretében létrejött az önálló garancia- és kezességi üzletág, amely – adott esetben – lehetővé teszi az ügyfelek számára, hogy egy másik üzleti bankkal is hitelkapcsolatba lépjenek. Ebben az esetben ugyanis a számlavezető bank az ügyfele által egy másik banktól vagy egyéb gazdasági alanytól felvett hitelért vállal garanciát, illetve (készfizető) kezességet, ezt nevezzük *bankgaranciának*.

A hitelnyújtással az üzleti bankok és ügyfeleik között szerződéses viszony keletkezik, mégpedig a hitel- és kölcsönszerződés keretében.

A **pénzügyi lízing** a hitelműveleteknek egyfajta meghosszabbítása a befektetések, beruházások, fejlesztések területére. Ezáltal a lízing a hitel sajátos módoszata, vagyis hitelbérlet.

A pénzügyi lízing esetében az üzleti bankok vagy azok lízingcége, vásárolják meg a lízingbe vevők által megjelölt ingatlanokat vagy ingóságokat, majd azonnal átadják a lízingbevevő cégnek, amely azokat nyilvántartja a könyveikben, és az értékcsökkenést is elszámolja. A lízingbe vevők (ügyfelek) és a bankok a lízingdíj egy részét a hitel visszafizetéseként, törlesztésként, másik részét pedig kamatbevételként kezelik.

A **kötvény** olyan hitelviszonyt megtestesítő értékpapír, amelynek hitelezője a mindenkori birtokos, adósa pedig a kibocsátó. A pontos meghatározás szerint: kötvény az állam, központi költségvetési szerv, önkormányzat vagy részvénytársaság által kibocsátott kamatozó bizonylat, amelyben a kibocsátó kötelezi

magát, hogy előre meghatározott időpont(ok)ban – félévente, évente vagy csak a lejáratkor – kamatot fizet és a kötvény lejáratának előre meghatározott időpontjában a kölcsöntőkét is visszafizeti. A kötvényvásárlás tehát nem más, mint hitelnyújtás a kötvény kibocsátójának. A kölcsönzési idő a kötvény futamideje, a kölcsönadott összeg a tőke, a kölcsönzés díja pedig a kamat (Katona 2018).

3. Államháztartás – adók

Minden gazdaság motorját a vállalkozások jelentik, hisz hozzájárulásuk a GDP növekedéséhez egyet jelent a foglalkoztatás növekedésével is, ami által az állam lakosságának anyagi jólétének alapja is bővül. Ebből következik, hogy az államok, amikor a vállalkozásokat adóztatják, más fajta szempontokra is figyelemmel vannak, mint csak a költségvetési bevételek fokozása. Itt az a pont, ahol a mindenkori kormányon belül a költségvetési egyensúly fenntartásáért felelős pénzügyminiszter, és a gazdaság fejlődésért felelős gazdasági miniszternek a közös nevezőt meg kell találni, a mindenkori kormányprogrammal összhangban.

Magyarországon az államháztartást a **központi kormányzat, az elkülönített állami pénzalapok, a helyi önkormányzatok, valamint a társadalombiztosítás költségvetései** alkotják. Az államháztartás legkisebb működőképes alapegysége a költségvetési szerv [Schlett (2014)].

Amennyiben az állam adókat szed be, úgy ezen feladatok végrehajtására intézményeit is fel kell állítania. Hazánkban a következő hatóságok jogosultak az adók és illetékek beszedésére:

- Nemzeti Adó- és Vámhivatal (NAV),
- az Önkormányzat jegyzője,
- az Illetékhivatal.

Az adó- és adójellegű bevételek közel 90%-át kitevő három kiemelt adó a társasági adó, a személyi jövedelemadó és az általános forgalmi adó – közismert nevén ÁFA. További adók a fogyasztási adó, jövedéki adó, játékadó, gépjárműadó, és a helyi adók rendszere. Nevében nem adók, de a bérhez kapcsolható egyéb befizetési kötelezettségek a társadalombiztosításhoz kapcsolódó befizetések, munkaadói és munkavállalói járulékok. Különféle alapok, alapszerű befizetések is vannak, mint például az idegenforgalmi, illetve turisztikai hozzájárulás. Ezek közül az adók közül a fejezet témájához az üzleti vállalkozások nyereségességét közvetlenül érintő társasági és osztalékadó kapcsolódik.

A **társasági adó** alanya leegyszerűsítve minden olyan belföldi jogi személy, aki a Magyarország területén, jövedelem- és vagyonszerzésre irányuló vagy azt eredményező gazdasági tevékenységéből jövedelemre tesz szert. Az állam a társasági adó révén közvetlenül részesedik a vállalkozások nyereségéből és ebből az adózott eredményből, juthatnak osztalékhoz a tulajdonosok, akik a törvényben megfogalmazottak szerint alanyai az osztalékadónak. A *társasági adó alapjának megállapításakor* általános érvényű alapelv, hogy csak a gazdálkodással összefüggő költségek, a valós piaci értéknek megfelelően kerülhetnek levonásra a költségek között. Minden később adóellenőrzésnek kulcspontja, hogy az árbevéttel szemben leírásra került költségek valóságosak-e és a mindenkor piaci árarányok alapján lettek-e megállapítva. Miért fontos ez? Azért, mert a törvényben megfogalmazott mindenkor adókulcs pontos, és nem félre magyarázható, ezért ha a vállalkozások adócsalásba kezdenek, akkor az adóalapot szeretnék csökkenteni. Nagy leegyszerűsítéssel úgy fogalmazhatnánk, hogy az adóalapot úgy kapjuk meg, hogy a vállalkozás bevételeiből levonjuk a működése során felmerült költségeket. Az adóalap kiszámításánál a törvény adóalapnövelő és -csökkentő tételeket sorol fel [Katona (2016)]. A mindenkor társasági adó mértéke, és ezen belül megfogalmazott kedvezmények mutatják, a törvényalkotók prioritási sorrendjét.

A társasági adó megfizetése után, az adózott eredményből a tulajdonosok osztalékban részesülhetnek, ha a közgyűlés így dönt. A hazai és nemzetközi adózási szabályok szerint az **osztalék után** szintén adózni kell. Az osztalék után kétféle fizetési kötelezettsége van a magánszemélynek Magyarországon: a szociális hozzájárulási adó (szcho) és a személyi jövedelemadó (szja) megfizetése, amelyet általában az osztalékot fizető vállalat teljesít az adóhatóság felé. Az osztalék utáni adót Magyarországon akkor is ki kell fizetni, ha az külföldi jövedelemből származik. Ha az osztalékot fizető külföldi országgal van Magyarországnak kettős adóztatás elkerülésére vonatkozó egyezménye, akkor a teljes adóból levonható, illetve beszámítható a külföldön már megfizetett adó.

Kérdések, feladatok

1. Mit nevezünk osztalékpolitikának?
2. Milyen összefüggés van a beruházási, finanszírozási és az osztalékpolitika között?
3. Sorolja fel az osztalék fajtáit!
4. Milyen osztalékpolitikára vonatkozó téziseken alapul a Lintner-modell?

5. Mit mond ki a Lintner-modell?
6. Milyen nézőpontokat ismer a vállalat értéke és osztalékpolitikája közötti kapcsolatra vonatkozóan?
7. Melyek a középutas elmélet előfeltételezései? Sorolja fel!
8. Mi Modigliani–Miller osztalékpolitikára vonatkozó tételének lényege?
9. Ismertesse a hitelfajták fő csoportjait!
10. Miben különbözik a pénzügyi lízing a hiteltől?
11. Mit nevezünk kötvénynek? Kik bocsáthatják ki?
12. Sorolja fel a magyar államháztartás alrendszerait!
13. Milyen adónemeket ismer? Melyek a legjelentősebbek?
14. Milyen hatással van a társasági adó mértéke a vállalkozásokra, és a nemzetgazdaság egészére?

Felhasznált irodalom

Bélyácz I.: *A vállalati pénzügyek alapjai*. Budapest, Aula, 2007.

R. A. Brealey – S. C. Myers: *Modern vállalati pénzügyek I–II*. Budapest, Panem, 1996.

Katona K. (szerk.) – Bódy L. – Botos K. – Závodnyik J.: *A pénzügyi közvetítőrendszer funkciói*. Budapest, Wolters Kluwer, 2018.

Katona K.: A számviteli rendszer és nyereségadóztatás eltérő szabályozási elveinek hatása a vállalati működésre. *Iustum Aequum Salutare*, 2016/2. 33–49.

Schlett András: *Államháztartás és szakpolitikák*. Budapest, Pázmány Press, 2014.

