

A finanszírozási stratégiák elemzése a visegrádi négyek tőzsdéin jegyzett nyílt részvénytársaságok egy csoportján

A forgótőke menedzsmentet egy folyamatként célszerű meghatároznunk, amely magába foglalja azokat a mindennapi tevékenységeket, melyek befolyásolják például a rövid és hosszú lejáratú adósság arányát. A finanszírozási stratégiákat a forgótőke menedzsment ezen részeként elemzem tanulmányomban, rávilágítva az elmélet pontatlanságaira, a szubjektív elemekre. Egy konkrét módszertannal történő számítás elvégzésére is sor kerül, melynél az elemzés alapját a visegrádi négyek tőzsdéin jegyzett nyílt részvénytársaságok egy csoportja képezi. Számszerűsítésre kerül a finanszírozási mutató, amely a háromfokozatú, de a valóságban inkább kétfokozatú finanszírozási stratégiák besorolását differenciáltabban kezeli.

The working capital management should be defined as a process that involves the daily activities that affect e.g. the rate of short-term and long-term debt. In my study I am analyzing the strategies for financing as a part of this working capital management, highlighting the imprecision of the theory and the subjective elements. A calculation performed by a specific methodology will be also provided where the basis of the analysis is a group of public limited companies listed on the stock exchanges of the Visegrad Four. An indicator will be quantified that manages the classification of three-stage (but the reality is rather more two-stage) strategies for financing.

A kutatási téma

A finanszírozási stratégiák számos tudományterületet érintenek, ezért a kutatási téma bevezetéseként először a pontos meghatározással kell kezdenem. A finanszírozási stratégiák fogalmát a forgótőke menedzsment részeként értelmezem. A forgótőke menedzsment az a mindennapi tevékenység egy társaság életében, amely magába foglalja a következő tényezőkkel kapcsolatos pénzügyi döntéseket:

- A társaság forgóeszközeinek összevont szintje,
- A rövid lejáratú kötelezettségek összetétele,
- A forgóeszközök összetétele,
- A rövid és hosszú lejáratú források nagysága. (Nwankwo – Osho, 2010, p. 2)

A társaság forgóeszközeinek összevont szintjét a választott forgótőke politika, azaz a Forgóeszközök / Összes eszköz arány határozza meg. A rövid lejáratú kötelezettségeken belüli arányok (rövid lejáratú hitelek, kölcsönök, szállítói tartozások, „egyéb” rövid lejáratú kötelezettségek), valamint a forgóeszközökön belüli arányok (készletek, követelések, forgatási célú értékpapírok, pénzeszközök) vezetői meghatározása is a rövid távú pénzügyi döntések körébe tartoznak. A rövid és hosszú lejáratú források nagysága, azaz a tartós és átmeneti források nagysága már a jelen publikáció központi témája. Amennyiben a vállalkozás tartósan lekötött eszközeit (befektetett eszközök és tartósan lekötött forgóeszközök) tartós forrásokkal (saját tőke, hátrasorolt kötelezettségek, hosszú lejáratú kötelezettségek) finanszírozza, ezáltal az átmenetileg lekötött eszközeit (átmenetileg lekötött forgóeszközök) átmeneti forrásokkal (rövid lejáratú kötelezettségek) finanszírozza, érvényesíti az illeszkedés elvét. Természetesen ez az elméleti optimum a valóságban szinte soha nem fordul elő, mivel a napi szintű tevékenység, a gazdasági események nagy száma, a folyamatos működés következtében a fenti egyenlet mindkét oldala folyamatos mozgásban van. Az a társaság, amely be szeretné tartani az illeszkedési elvet, nem törekedhet a szigorúan vett egyenlőség fenntartására, hanem kizárólag az egyenlőséghez közeli állapot elérésére. Emiatt a publikáció későbbi részében található egy mutatószám, amely az illeszkedés elvtől, azaz a szolid finanszírozási stratégiától vett eltérést számszerűsíti. Agresszív finanszírozási stratégiáról akkor beszélünk, ha a társaság a tartósan lekötött eszközök egy részét is átmeneti forrásokkal finanszírozza. Konzervatív finanszírozási stratégia akkor jelenik meg, amennyiben a vállalkozás az átmenetileg lekötött eszközeinek (legalább) egy részét is tartós forrásokkal finanszírozza. (Rékasi, 2014, p. 734)

A vizsgált sokaság

A kutatási téma vizsgálata nem túl egyszerű feladat, mivel a tartósan lekötött forgóeszközök számszerűsítéséhez minél sűrűbb időszakonként elkészített mérlegek adataira van szükség. Emiatt a teljes sokaságot a visegrádi négyek értéktőzsdén jegyzett társaságok alkották, mivel esetükben az általuk elkészített negyedéves jelentések tartalmazzak mérlegadatokat. Azonban a későbbiekben részletezett kutatási nehézségek miatt (nem feltétlen készül minden negyedévre jelentés, nem feltétlen tartalmaz mérlegadatokat), a teljes sokaságot leszűkítettem a Prémium kategóriás részvényekkel rendelkező vállalkozásokra. A tevékenységi kör alapján a banki szolgáltatások, biztosítás, valamint egyéb pénzügyi szolgáltatás szektorába tartozó társaságokkal nem foglalkoztam, hiszen a mérlegük szerkezete, valamint a gazdálkodás módja jelentős eltéréseket mutat a többi ipárhoz képest. További redukálást kellett végezni, a későbbiekben említésre kerül a vizsgálat időhorizontja, amely öt évet (2009-2013) ölel fel, emiatt ki kellett szűrni a 2009. után tőzsdére lépő, valamint a 2013. előtt a tőzsdéről kivonuló vállalatokat.

A budapesti, a pozsonyi, a prágai, valamint a varsói értéktőzsdékről választottam egy azonos iparágat a konzisztens elemzés érdekében, amelyre az említett feltételezések is fennállnak. A kisebb tőzsdék miatt, amelyekben kevesebb társaságot jegyeznek, kizárólag egyetlen közös iparágat találtam, amely a kőolaj- és földgázipar. A kiválasztott társaságaim a következők: Budapesti Értéktőzsde: MOL Nyrt, Pozsonyi Értéktőzsde: Slovnaft a.s, Prágai Értéktőzsde: UNIPETROL a.s, Varsói Értéktőzsde: PGNIG SA.

Kezdeti nehézségek

Az első nehézség, mellyel szembetalálkoztam, az adatok felkutatásával volt kapcsolatos. A Budapesti Értéktőzsdén a vizsgált vállalatok negyedéves, féléves, éves jelentései nem jelennek meg egy konkrét helyen, hanem a kibocsátó minden egyéb közzététele között kell keresni ezeket a dokumentumokat, akár egy társaság esetében több mint 300 hírt követően, időrendi sorrendben, a megfelelő kereső program hiánya miatt. Habár a negyedéves bontású mérlegadatok egy összevont fájlban letölthetők, ezek nem tartalmazzak megfelelő részletezést, amely elengedhetetlen lenne egy differenciált elemzés elkészítéséhez. Kutatásomat emiatt a társaságok által publikált jelentések adataira támaszkodva folytattam. A további visegrádi államok tőzsdéinek honlapja hasonló szerkezetben épült fel, a tőzsdén jegyzett társaságok negyedéves, féléves, éves jelentései nem a tőzsde honlapján, hanem az adott társaság weboldalán található. Még az is nehézséget okozott, hogy bizonyos vállalatok esetében, a honlapjuk kizárólag az adott ország nyelvén volt elérhető, angol nyelven nem.

A harmadik nehézség már a finanszírozási stratégiák elméletével kapcsolatos: A tartósan lekötött forgóeszközök értékének meghatározása. Az eljárás történhet a forgóeszközök minimális szintjének kiszámításával, valamint vehetjük egy időszak (egy év) átlagát. Azonban az átlagszámítás is megvalósulhat egyszerű számtani átlag, mértani átlag, harmonikus átlag, valamint kronologikus átlag segítségével. Az elmélet ilyen mély részletekbe nem bocsátkozik, azonban megítélésem szerint, a megválasztott módszertan nagymértékben determinálja a végeredményt, jelentős eltéréseket okozva, jövőbeni kutatási területek alapját képezve.

A negyedik akadályt a „Részek-egész probléma” jelentette. Az elmélet által érintett jelenség, hogy amennyiben a használt módszertanunk a tartósan lekötött forgóeszközök meghatározására a minimális szint kiszámítása, akkor amennyiben a részek (készletek, követelések, értékpapírok, pénzeszközök) minimumait adjuk össze, úgy az nem fog megegyezni a teljes forgóeszköz-állomány minimális értékével. Ennek oka, hogy a valóságban a részek más-más időpontban érik el a minimális szintjüket. Azonban ha a részeket még tovább bontjuk, például a készleteket alapanyagokra, befejezetlen termelésre, félkész termékekre, késztermékekre, stb, akkor a probléma ugyanúgy fennáll, nem beszélve a további részletezésekről. Tehát felmerül az alkalmazott módszertannal kapcsolatosan egy további kérdés, hol találjuk a részletezés optimális mélységét, amelynek segítségével a legjobban közelíthetjük a tényleges finanszírozási stratégia meghatározását. Nyilvánvaló, hogy a

nagyon mély részletezés, például az egyes alapanyagfélések szerinti részletezés már nem lehet megfelelő, mivel nem feltétlen kell rendelkeznie a társaságnak az év minden napján minden alapanyagból, tehát sok esetben a minimális szintek a nullás értéket vénék fel, amely a tényezőket összegezve torz képhez vezetne.

Választott módszertan

A vizsgált időszak, ahogy a fentiekben is említettem öt év, 2009-től 2013-ig tejed. A tartósan lekötött forgóeszközök meghatározásakor a minimális szinttel számított módszertant követtem. A forgóeszközöket nem bontottam tovább, nem vizsgáltam a készletek, követelések, értékpapírok, pénzeszközök minimumát, hanem egyben a forgóeszközök minimális szintjét tekintettem a tartósan lekötött forgóeszközök értékének.

A finanszírozási stratégia meghatározása háromféleképpen történhet:

- Az átmenetileg lekötött forgóeszközöket hasonlítom össze az átmeneti forrásokkal,
- A tartósan lekötött eszközöket viszonyítom a tartós forrásokhoz,
- A tartósan lekötött forgóeszközöket vetem össze a nettó forgótőkével
(Nettó forgótőke = Forgóeszközök – Rövid lejáratú kötelezettségek)

Mindhárom módszerrel kapcsolatosan további kérdések, problémák merültek fel. Amennyiben az átmenetileg lekötött forgóeszközöket hasonlítom össze az átmeneti forrásokkal, akkor a rövid lejáratú kötelezettségek minimális értékét vagy az átlagos értékét kellene megítélésem szerint venni, mivel az alapvető probléma az, hogy állományi szemléletű mérlegadatokból, éves szintű forgalmat kellene kreálnom, kevés, negyedévenkénti adatokból, majd az éves forgalmat egy konkrét értékkel kellene jellemeznem. További kérdés merül fel az átmenetileg lekötött forgóeszközök meghatározásával kapcsolatosan. Ismeretes, hogy ez az állomány a tartósan lekötött forgóeszközök felett fluktuál, amennyiben a minimális szint kiszámításával határoztam meg a tartósan lekötött forgóeszközöket. Amennyiben átlagszámítással képeztem volna a tartósan lekötött forgóeszközök állományát, akkor ezen szint alá is kerülhet az átmenetileg lekötött forgóeszközök állománya. Nyilvánvaló, hogy az átlaggal képzett módszertan nem vezethet eredményre, mivel negatív előjelű forgóeszköz-állományt feltételezni egyetlen időpontban sem reális. Tehát a forgóeszközök tartós részét a minimális szinttel kellene meghatározni, míg az átmeneti részt átlagszámítással, hiszen ha a minimális szinttel határoznánk meg az átmeneti részt is, mivel ez a tartós rész felett fluktuál és el is éri azt, ezért az értéke nulla lenne. További kérdés, hogy milyen mélységben kellene vizsgálnom az átmenetileg lekötött forgóeszközöket és az átmeneti forrásokat („Részek-egész probléma”).

Amennyiben a tartósan lekötött eszközökhöz viszonyítom a tartós forrásokat, akkor a tartós forrásoknak, külön-külön vagy egyben nézve (további módszertani kérdés és kutatási lehetőség) a saját tőkének, valamint a hátrasorolt és a hosszú lejáratú kötelezettségeknek a minimális szintjét vagy átlagos értékét kellene meghatároznom. A tartósan lekötött eszközöknél ugyanezt a módszertant, lehetőleg konzisztensen kellene alkalmaznom a befektetett eszközökre és a tartósan lekötött forgóeszközökre. További kérdés, hogy mennyire részletesen kellene vizsgálnom a tartósan lekötött eszközöket és a tartós forrásokat, hogy a „Részek-egész probléma” negatív hatásait elkerüljem, de a végső eredmény ne legyen túl összevont.

A választott módszertanom a tartósan lekötött eszközöket a nettó forgótőkével vetette össze, azonban a gyakorlati alkalmazás további pontosításra szorult. A tartósan lekötött forgóeszközök meghatározását már említettem, azonban a nettó forgótőke számításakor is több lehetőség adódik, amelyek ugyancsak nagymértékben determinálják a végső eredményeket:

- A negyedéves nyitó és záró állományokkal kiszámolt nettó forgótőke minimumát veszem,
- A negyedéves nyitó és záró állományokkal kiszámolt nettó forgótőke átlagával kalkulálok,
- A negyedéves nyitó és záró állományokkal kiszámolt forgóeszközök és rövid lejáratú kötelezettségek minimumaival számolok.

Az alkalmazott módszertan a második alternatíva, a negyedéves nyitó és záró állományok adataiból kiszámolva a nettó forgótőkét, az értékek egyszerű számtani átlagát véve megkapott nettó forgótőke adatokkal a legcélszerűbb számolni, így vizsgálataimban ezen módszertan segítségével haladok tovább. (Rékasi, 2014, p. 737)

Az említett eljárást a MOL Nyrt-re vonatkozóan a 2013-as évben a következő táblázat szemlélteti:

1. táblázat: A MOL Nyrt. 2013. évi negyedéves mérlegadatai, nettó forgótőke számítása (adatok mFt-ban)

MOL Nyrt.	2012.12.31	2013.03.31	2013.06.30	2013.09.30	2013.12.31
NWC	222 357	419 153	412 378	466 610	440 489
NWC átlag	392 197				
Forgóeszközök minimuma	1 595 929				
Finanszírozási stratégia	Agresszív				
Finanszírozási mutató	0,246				

Forrás: Saját szerkesztés a MOL Nyrt. negyedéves, féléves, éves jelentéseinek felhasználásával

A vizsgálat eredménye

A vizsgálat eredményéhez úgy jutottam el, hogy a fentebb említett módszertan segítségével összevettem a tartósan lekötött forgóeszközök vizsgált évre fennálló állományát, a vizsgált időszakra jellemző nettó forgótőke állományával, így minden évre megállapítottam, milyen finanszírozási stratégiát követ a társaság. Amennyiben a tartósan lekötött forgóeszközök állománya meghaladta a nettó forgótőkét, agresszív finanszírozási stratégiáról beszélhetünk, ha a tartósan lekötött forgóeszközök állománya kisebb volt, mint a nettó forgótőke, akkor konzervatív finanszírozási stratégiát követett a vizsgált időszakban a vállalat. A vizsgálat eredményét a következő táblázat mutatja:

2. táblázat: A vizsgált társaságok finanszírozási stratégiai 2009 és 2013 között

	2009	2010	2011	2012	2013
MOL Nyrt.	Agresszív	Agresszív	Agresszív	Agresszív	Agresszív
Slovnaft a.s.	Agresszív	Agresszív	Agresszív	Agresszív	Agresszív
UNIPETROL a.s.	Agresszív	Agresszív	Agresszív	Agresszív	Agresszív
PGNIG S.A.	Agresszív	Agresszív	Agresszív	Agresszív	Agresszív

Forrás: Saját szerkesztés a vizsgált társaságok negyedéves, féléves, éves jelentéseinek felhasználásával

A fenti táblázatból látható, hogy az alkalmazott módszertanommal a vizsgált időszak minden évében, az összes elemzett társaság agresszív finanszírozási stratégiát követett. Megítélésem szerint, a háromfokozatú skála, amelyen mérjük a finanszírozási stratégiákat nem elegendő, emiatt kialakítottam egy mutatószámot, ami méri az alkalmazott finanszírozási stratégiát, hogy az milyen mértékben agresszív, vagy milyen mértékben konzervatív. Az általam kialakított finanszírozási mutató a következő (Rékasi, 2014, p. 740):

$$\text{Finanszírozási mutató} = \frac{\text{Nettó forgótőke}}{\text{Tartósan lekötött forgóeszközök}}$$

Az így képzett finanszírozási mutató felvehető értékei $-\infty$ és $+\infty$ között helyezkedhetnek el extrém szélsőséges esetekben. Amennyiben a mutató értéke 1, akkor a társaság szolid finanszírozási stratégiát követ, tehát érvényesül az illeszkedés elve. Ha a mutató értéke egynél nagyobb, akkor a vizsgált társaság konzervatív finanszírozási stratégiát követ, míg ha a mutató értéke 1-nél kisebb, az elemzett társaságra agresszív finanszírozási stratégia jellemző. Amennyiben a mutató értéke alulról közelíti az 1-es értéket, egyre kevésbé agresszívabb finanszírozási stratégiát követ a vállalat, egyre közelebb kerül a szolid finanszírozási stratégiához. Ha a finanszírozási mutató értéke felülről közelít az 1-hez, akkor egyre kevésbé konzervatívabb finanszírozási stratégiát alkalmaz a társaság, egyre közelebb kerül az illeszkedési elvhez. (Rékasi, 2014, p. 741) A finanszírozási mutató kiszámolt értékeit a következő táblázat számszerűsíti:

3. táblázat: A vizsgált társaságok finanszírozási mutatói 2009 és 2013 között

	2009	2010	2011	2012	2013
MOL Nyrt.	0,240	0,115	0,183	0,131	0,246
Slovnafit a.s.	0,313	0,272	0,369	0,196	0,299
UNIPETROL, a.s.	0,235	0,275	0,282	0,208	0,199
PGNIG S.A.	0,228	0,126	0,139	-0,028	0,235

Forrás: Saját szerkesztés a vizsgált társaságok negyedéves, féléves, éves jelentéseinek felhasználásával

A fenti táblázatban látható, hogy minden kiszámolt érték nullához közeli, ez összhangban van a kimutatott finanszírozási stratégiákkal, tehát minden vizsgált társaság az összes elemzett időszakban agresszív finanszírozási stratégiát követett. A színek erősségei a minél inkább negatívba forduló finanszírozási mutatók értékeit jelölik, tehát az erős színek esetén, a vizsgált társaság egy erősebb agresszív finanszírozási stratégiát valósít meg, míg a halványabb színeknél az elemzett társaság egy gyengébb agresszív finanszírozási stratégiát alkalmaz. A fenti eredmények összefüggésben állnak a vizsgált társaságok méretével. Az agresszív finanszírozási stratégiát alkalmazó társaságok, jelentős mértékű finanszírozási költségeket takarítanak meg, hiszen emelkedő hozamgörbe esetén a rövid lejáratú források kamatai alacsonyabbak, valamint mindig a szükséges mennyiségű finanszírozási forrással rendelkeznek, tehát minimális mértékben képződhet finanszírozási többlet. A vizsgált társaságok méretüknél fogva megengedhetik maguknak az agresszív finanszírozási stratégia alkalmazását, hiszen a refinanszírozási kockázatuk alacsony, mivel a hitelintézetek nagy valószínűséggel egy visszaeső teljesítmény esetén is finanszírozási forrásokkal fogják ellátni ezeket a társaságokat. Tehát az agresszív finanszírozási stratégia minden pozitív tényezőjét ki tudják használni, azonban a hátrányai nem jelentkeznek.

Összegzés, jövőbeli célkitűzések

A fenti eredmények kizárólag egy kiválasztott módszertan segítségével számszerűsített értékek. A jövőbeli kutatások során figyelemre méltó lehetne a további módszertanok alkalmazása, különös tekintettel a mélyebb elemzés elvégzésére, gondolok itt például forgóeszközök esetén a készletek, követelések, értékpapírok, pénzeszközök minimális szintjeinek vizsgálatára. Természetesen az elemzett sokaságot is ki lehet terjeszteni az általánosabb következtetések levonása érdekében.

Publikációmiban nem vizsgáltam a finanszírozási stratégiák és a hozamgörbe kapcsolatát, amely egy külön elemzésre lehet alkalmas. Továbbá célszerű lenne elemezni a forgótőke politika másik három elemét is a vizsgált társaságok esetében.

A vizsgálat eredményeinek leírása során kitértem arra a tényre, hogy a tőzsdén jegyzett társaságok méretüknél fogva, az agresszív finanszírozási stratégiának kizárólag az előnyei-
ből részesülnek. Azonban felvetődik a kérdés, hogy ebben az esetben miért csak ilyen mértékű a finanszírozási stratégiák agresszivitása? Hol található a finanszírozási mutató-
nak az az értéke, amelynél már az agresszív finanszírozási stratégiához kapcsolódó kocká-
zatok jelentős méretet öltenek? Jövőbeni kutatásaimnak ezek a kérdések megfelelő irányt
teremthetnek.

Felhasznált irodalom és források

A vizsgált társaságok negyedéves, féléves, éves jelentései a 2009-2013-as időszakra

BREALEY, R. – MYERS, C. (2005): *Modern vállalati pénzügyek*. Panem Kft., Budapest, pp 905-929

ETIENNOT, H. – PREVE, A. L. – ALLENDE, S. V. (2012): Working Capital Management: An Exploratory Study. *Journal of Applied Finance*. No. 1, pp 162-175

GYULAI L. (2011): *Kis- és középvállalkozások üzletfinanszírozása*. SALDO Pénzügyi Tanácsadó és Informatikai Zrt., Budapest, pp 14-18

HILL, D. M. – KELLY, W. G. – HIGHFIELD J. M. (2010): Net Operating Working Capital Behavior: A First Look. *Financial Management*. Summer 2010, 783-805. o.

ILLÉS IVÁNNÉ DR. (2002): *Társaságok pénzügyei*. SALDO Pénzügyi Tanácsadó és Informatikai Zrt., Budapest, pp 281-290

MODI, S. (2012): A Study on the Adequacy and Efficacy of Working Capital in Automobile Industry in India. *The IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*. Vol. XI, No. 2, 2012, pp 69-90

NAZIR, M. S. – AFZA, T. (2009): Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firms' Profitability. *The IUP Journal of Applied Finance*. Vol. 15, No. 8, pp 19-30

NÉMETHNÉ GÁL A. – SINKOVICS A. (2007): A Magyarországon működő nem pénzügyi vállalkozások forrás- és tőkeszerkezetének empirikus vizsgálata, 1995-2003. *Közgazdasági Szemle*. LIV. évf., 2007. április, pp 350-375

NWANKWO, O. – OSHO, S. G. (2010): An Empirical Analysis of Corporate Survival and Growth: Evidence from Efficient Working Capital Management. *International Journal of Scholarly Academic Intellectual Diversity*. Volume 12, Number 1, 2010, pp 1-13

PADICHI, K. – NARASIMHAN, S. M. – DURBARRY, R. – HOWORTH, C. (2008): An Analysis of Working Capital Structure and Financing Pattern of Mauritian Small Manufacturing Firms. *The Icfai Journal of Applied Finance*. Vol. 14, No. 7, pp 41-62

PUPOS T. – PÉTER Zs. – DEMETER Gy. (2009): The interpretation of working capital and its elements, working capital management. *Studies in Agricultural Economics*. No. 110. pp 85-104

RÉKASI R. (2014): A finanszírozási stratégiák elemzése a Budapesti Értéktőzsdén jegyzett nyílt részvénytársaságok egy csoportján. In: *Budapesti Gazdasági Főiskola Alkalmazott Tudományok I. Fóruma*. Szerk.: Dr. habil. Solt Katalin, BGF, Budapest, pp. 733-743.

SAVITA, T. (2011): Impact of Working Capital Management on the Profitability of Limited Companies. *Advances In Management*. Vol. 4. (10) Oct. (2011), pp 48-59

SÁRA J. (1979): A forgóeszköz-finanszírozásról. *Pénzügyi Szemle*. XXIII. évfolyam, November hó, pp 824-833