

# **TDK-DOLGOZAT**

**Kropp Zsuzsanna**

**MA**

**2012**

**A SAJÁT TŐKE DINAMIKUSAN VÁLTOZÓ ELMÉLETI KERETEI**  
**THE THEORETICAL FRAMEWORK OF THE DYNAMICALLY**  
**CHANGING EQUITY**

**Kropp Zsuzsanna**

Kézirat lezárva: 2012. november 15.

## Rezümé

Kropp Zsuzsanna

I. évf.

A saját tőke dinamikusan változó elméleti keretei

The theoretical framework of the dynamically changing equity

TDK-dolgozatom a saját tőkével való finanszírozás gyorsan változó elméleti megközelítéseit tekinti végig és a közöttük lévő kapcsolatokat tárja fel. A célom választ találni arra, hogy az elméleti és empirikus szakirodalom hogyan közelíti a saját tőke fogalmát és finanszírozási kereteit. Összességében egyetlen elmélet sem képes megmagyarázni, milyen esetben kerül sor saját tőke alkalmazására a vállalatok finanszírozásában. A saját tőke kapcsolatba hozható számos tényezővel, mely a finanszírozási döntéseket meghatározza. A saját tőke adott szituációkban dominálhatja más források igénybevételét, mely függhet a finanszírozási szükséglet okától. A részvény-kibocsátás sok esetben megelőzi a kölcsöntőke igénybevételét, és nem az utolsó helyen áll. A saját tőke alkalmazása révén lehetővé válik a pénzügyi flexibilitás növelése. Szerepet játszik az adósságkapacitás növelésében is. A vállalati kockázatkezelés és a saját tőke között kapcsolat található, a saját tőke képes a vállalat kockázatkapacitásának befolyásolására. A saját tőkét is érintik a folyamatos innovációk a pénzügyi piacokon, melyek lehetővé teszik az „üres szavazó” megjelenését. A saját tőke több megközelítésből vizsgálható, melyek növekvő jelentőségére hívják fel a figyelmet.

## **Abstract**

Zsuzsanna Kropp

I. course

The theoretical framework of the dynamically changing equity

A saját tőke dinamikusan változó elméleti keretei

This thesis reviews the rapidly changing theoretical approaches in equity financing and explores the relationships between theories. The main objective is to find an answer to the theoretical and empirical literature on how to approach the concept of equity and the financing framework of it. All in all, no theory can explain in which cases equity would be applied in corporate financing. The equity may be associated with several factors that determine the financing decisions. The equity can be the preferred source of finance in situations that may be dependent on the reason of financing needs. In many cases issuing equity may prevent the companies from using debt and financing with equity is not a last resort. Financial flexibility can be increased by using equity financing. It has a significant role to increase the debt capacity. There is a relationship between the enterprise risk management and equity, because the equity is able to influence the firm's risk capacity. The equity is also affected by the continuous innovation in financial markets, which allow the appearance of the „empty voting”. The equity can be examined from several approaches which call the attention to it's increasing importance.

## TARTALOMJEGYZÉK

1. Bevezetés .....	1
2. A saját tőke felfogások a tőkestruktúra elméletekben .....	2
2.1. Modigliani–Miller elméletei .....	2
2.2. Átváltás elmélet .....	3
2.3. Az aszimmetrikus információkhoz kapcsolódó elméletek és a Hierarchia elmélet .....	4
2.5. További elméletek .....	8
3. A saját tőke szerepe a finanszírozási döntésekben .....	10
3.1. A saját tőke szerepe empirikus vizsgálatok tükrében .....	10
3.2. A saját tőke mint pénzügyi flexibilitási tényező .....	15
4. A saját tőke és a kockázattal kapcsolatos modellek .....	19
4.1. A saját tőke és a kockázat kapacitás .....	19
4.2. A kockázatkezelés mint részvénytőke-helyettesítő .....	23
4.3 Az „Üres Szavazó” Hipotézis .....	24
5. Összefoglalás .....	29
Irodalomjegyzék .....	30

## 1. BEVEZETÉS

Az adósságválság rámutatott a hitel-alapú finanszírozás korlátaira, fenntarthatósági problémáira, ezzel párhuzamosan fokozatosan felértékelte a tulajdonosi forrásokat. A témaválasztást az is indokolja, hogy a mai Magyarországon a hitelezés beszűkülésével egyre inkább nő a saját tőkével történő finanszírozás fontossága. TDK-dolgozatomban éppen ezért arra keresem a választ, hogy az elméleti és empirikus szakirodalom hogyan közelíti a saját tőke fogalmát és finanszírozási kereteit. Kutatásaim során azzal a kihívással szembesültem, hogy nem találtam egyetlen egy olyan cikket sem, ami összefoglaló jelleggel áttekintette volna a saját tőke elméleteit. Ebből a szempontból jelen írásmű hiánypótló.

Számos egymásnak ellentmondó megközelítés található a saját tőke szerepéről a vállalati finanszírozási elméletekben. Nincs egyetértés a szakirodalom és az elmélet között. A célom a saját tőkéről található elméleti megközelítések áttekintése, azok közötti kapcsolatok feltárása, továbbá az empirikus kutatások eredményeivel való ütköztetése. Az elméleti megközelítések és a gyakorlatban tapasztaltak együttes szemlélése a saját tőke fontosságára hívják fel a figyelmet. Dolgozatomban kitérek a saját tőkével kapcsolatos klasszikus megközelítésekre, a pénzügyi flexibilitás szerepére, a kockázat és a tulajdonosi finanszírozás összefüggéseire, valamint a derivatívák okozta – saját tőkére vonatkozó – értelmezési lehetőségekre is. Módszertani választás szempontjából ezen dolgozat a szakirodalmi áttekintés kategóriájába sorolható.

## 2. A SAJÁT TŐKE FELFOGÁSOK A TŐKESTRUKTÚRA ELMÉLETEKBEN

Többféle elmélet létezik arra vonatkozóan miként alakítják ki tőkestruktúrájukat a vállalatok, azaz milyen forrásokat vonnak be a finanszírozás során. Ezekben eltérő a szerepe a saját tőkének, mely a dolgozatban elsődleges vizsgálódási szempont. Arra keresem a választ, hogy mikor alkalmaz a vállalat saját tőkét, vagy akár bocsát ki új részvényt és ez mennyire magyarázható meg az elméletek révén. Az elméletek között jelentős szerepet tölt be az átváltás elmélet és a hierarchia elmélet, de ezeken kívül más kutatási áramlatok is léteznek.

### 2.1. MODIGLIANI–MILLER ELMÉLETEI

Kiindulópontként szolgált a későbbi elméleteknek Modigliani–Miller (1958) *irrelevancia tétele*. Ez az elmélet a tökéletes piacok feltételezésén alapul. Tökéletes piacokat feltételezve a vállalat értékét, és ezzel együtt a saját tőke értékét nem befolyásolja annak tőkeszerkezete, ebben az esetben a vállalatok tőkeszerkezete irreleváns. Tökéletes piacok esetén nem kellene a finanszírozás módját vizsgálni, ekkor optimális tőkeszerkezetről sem lehet beszélni. A piacok azonban nem tökéletesek, így a valóságban fontos kérdés a finanszírozási döntések nyomán kialakuló tőkeszerkezet (Klein et al., 2002).

Később, 1963-ban feloldották az adók nem létének feltételezését. Amennyiben a vállalatoknak van adófizetési kötelezettségük az más helyzetet teremt. A kamatnak van adóvédelme, mert ezt a kamatot az adózás előtti eredményből fizetik. Ahogy növekszik a vállalat áttétele, úgy növekszik a nettó megtérülés és a vállalat értéke. Ezen keretek között a vállalatoknak az áttétel növelésére kell törekedniük, az optimális tőkeszerkezetet ebben az értelmezésben a teljes mértékben hitelből történő finanszírozás adja. Ebben az elméletben a saját tőke teljesen háttérbe szorul, mert a kölcsöntőke minden esetben domináns vele szemben. Ahogy az előbbi elmélet, úgy ez sem valósulhat meg a gyakorlatban, hiszen a kölcsön igénybevételének költségei is vannak, mely nem tesz lehetővé egy adott szint feletti kölcsönvételt. Egyetlen vállalat sem működhet saját tőke nélkül (Myers, 2001).

## 2.2. ÁTVÁLTÁS ELMÉLET

Az *átváltás elmélet* vagy választásos elmélet (Miller, 1977) alapján létezik egy optimális tőkestruktúra, melyet a kölcsön kamatának adóvédelme és a kölcsön felvételéből származó pénzügyi nehézség költségei, a csőd és ügynöki költségek közötti átváltás határoz meg. Ez abban az optimális adósságszintet jelentő pontban található, ahol a pótlólagos hitelfelvételből származó adómegtakarítások jelenértéke épp megegyezik a hitelfelvétel miatt várható pénzügyi nehézség költségei jelenértékének a növekményével. A pénzügyi nehézségek akkor keletkeznek, mikor a vállalat nehezen teljesíti vagy megszegi a hitelezőinek tett ígéretét. Ennek következményeként akár a csőd is bekövetkezhet. Ezek a pénzügyi nehézségek minden esetben költségesek. Ez az elmélet az optimális tőkeszerkezet relációjában értelmezi a tulajdonosi finanszírozás mértékét, elsősorban nem a saját tőkéből történő finanszírozás mértékének meghatározására törekszik, az csak akkor jelentkezik, ha nem lehetséges a hitelből történő finanszírozás. (Brealy–Myers, 2005)

A saját tőke arány az egyes vállalatoknál ebből adódóan más és más. A tárgyi eszközökkel rendelkező, nyereséges vállalatoknál alacsonyabb, míg az immateriális javakkal többségében vagy speciális eszközökkel rendelkező, vagy értékes növekedési lehetőségekkel, illetve veszteséges cégek esetében magasabb a saját tőke igénybevétele. Miller és Modigliani véleménye szerint sem jelenti azt a kamat adóvédelme, hogy a vállalatok annak maximális kihasználására törekednének, mert más forrásokat, úgy mint a visszatartott profitot is figyelembe veszik a finanszírozási döntéseik meghozatalánál (Long–Malitz, 1983, Myers, 1984).

A kamat adóvédelme csak azoknál a vállalatoknál jelentkezik, amelyeknek van adóköteles jövedelme. Emellett az adó mértéke is fontos tényező, minél kisebb annál kisebb az elérhető megtakarítás általa. A csőd-költségek nagysága is változó, mely függ a cég vagyontárgyaitól. Ott alacsonyabb, ahol az eszközök értékesítése jelentősebb értékvesztés nélkül lehetséges. Az elmélet értelmében a jelentősen eladósodott cégeknek az adósságot kell törleszteniük, vagy részvényeket kell eladniuk, hogy optimálissá váljon a tőkeszerkezetük. Miközben a nyereséges cégek növelhetik az áttételüket, mert rendelkeznek elegendő fedezettel az adósság törlesztésére (Ross et al., 2005).

A gyakorlat azonban ennek ellent mond és a jövedelmezőbb cégek kevesebb hitelt vesznek fel, tevékenységüket nagyobb mértékben finanszírozzák saját forrásból mint a kevésbé jövedelmezők annak ellenére, hogy náluk alacsonyabbak a pénzügyi nehézségek várható költségei (Myers, 1984; Rajan-Zingales, 1994).



Létezik egy *dinamikus átváltás elmélet* is, melynek lényege, hogy ha a vállalat által célként meghatározott adósság/saját tőke aránytól az aktuális adósság/saját tőke arány eltér, akkor lépéseket tesz a vállalat annak érdekében, hogy ezt az arányt visszaállítsa (Hovakimian et al., 2002). Ebben a folyamatban fontos szerepet játszik a kiigazítási költségek nagysága, illetve az, hogy mekkora plusz költsége van a célrátától való eltérésnek. Amennyiben nagyok a tranzakciós költségek, akkor a vállalatok távol maradnak a célrátától.

### **2.3. AZ ASZIMMETRIKUS INFORMÁCIÓKHOZ KAPCSOLÓDÓ ELMÉLETEK ÉS A HIERARCHIA ELMÉLET**

Az aszimmetrikus információkra épülő elméletek abból indulnak ki, hogy a piaci szereplők, a vállalat külső és belső szereplői nem egyenlő mértékben informáltak, illetve nem egyforma az információszerzési lehetőségük. Ebben az esetben a menedzserek többet tudnak a vállalatról, annak beruházási lehetőségeiről, kockázatáról és értékéről, szemben a külső befektetőkkel. Tudatában vannak annak, hogy a vállalat részvényei felül vagy alulértékeltek-e, vagy ténylegesen közel van a piaci ár a részvények belső értékéhez. Az információs aszimmetria meglétét feltételezve több elmélet jelent meg.

*Az ügynöki költségek elmélete* (Jensen–Meckling, 1976), az ügynök és megbízó problémára vezethető vissza, mely a menedzserek és a tulajdonosok közötti viszonyra alapul. Ebben az esetben a felek az egyéni haszon maximalizálására törekszenek, racionálisan és opportunistá módon viselkednek és nem akadályozza őket, hogy a másik fél érdekeit sértik a haszonmaximalizálásuk következtében. A menedzser a vállalat értékének növelésére törekszik, míg a tulajdonos a részvényárak emelkedésében érdekelt. Megjelenik a szabad pénzáram problémája, mikor a vállalatnál lévő többlet pénzmennyiséget saját céljaik érdekében használják fel a vállalatvezetők, vagy hajlamosabbak akkor is beruházni, mikor a beruházás hozama alatta van a tőkeköltségnek. Az elmélet értelmében ezt megakadályozva növelni kell a tőkeáttételt, hogy a szabad pénzáramot ne használhassák fel a menedzserek hatékonytalan beruházásokra, hanem hitelek törlesztésére fordítsák. A finanszírozási döntésekben a menedzserek alacsonyabb hitelállományban érdekeltek, hogy a likviditást fenntartsák, mert céljuk a csőd elkerülése. Ezzel szemben a magasabb hitelállomány a tulajdonosok érdekeit szolgálja. Egy konfliktus jelenik meg a saját tőke alkalmazásának

esetében, a tulajdonosok kevésbé preferálják a visszatartott profit alkalmazását, sokkal jobban szeretnék azt kivenni a vállalatból.

A *hierarchia elmélet* (Myers–Majluf, 1984), – mint ahogyan a neve is mutatja – egy rangsort állít fel az alkalmazható források esetében. Ennek értelmében a menedzserek a belső forrásokat preferálják, és abból finanszírozzák a beruházásokat. Azonban, ha ez nem elegendő, akkor külső forrásbevonásra van szükség. A külső források esetében is van egy sorrend, az első helyen a kölcsöntőke bevonása áll, azt a hibrid finanszírozás követi, amennyiben erre lehetőség van. Csak ezt követi, és így az *utolsó helyen áll a külső saját forrás*, azaz a részvénykibocsátással történő forrásszerzés. Ebben az elméletben az átváltás elmélettől eltérően nincs egy előre megcélzott adósság-saját tőke arány. A saját és idegen források aránya a vállalati finanszírozási döntések következtében alakul ki. A *legfontosabb forrás ugyanakkor a vállalat saját tőkéje*, mert a belső forrásokon általában visszatartott profitot értünk. Ekkor a saját tőke két részre válik és egyszer az első máskor az utolsó helyen áll.

A finanszírozási források ezen hierarchiája is az *információs aszimmetria* meglétének alapszik. Sokkal inkább érdekeltek a menedzserek a *részvénykibocsátásban*, amikor azok *felülárázottak*, vagy legalábbis közel van a belső értékük az árfolyamhoz. Ha alulárázottak a részvények, melynek oka lehet az, hogy a piac nincs tisztában a menedzserek által birtokolt tudással a vállalattal kapcsolatban, akkor igyekeznek elkerülni a részvénykibocsátást. Ebben az esetben inkább kölcsöntőkét vonnak be, mert nem akarnak a régi tulajdonosoktól vagyont transzferálni az újakhoz. Ez azt jelenti, hogy olcsóbban jutnak hozzá olyan részvényhez, ami többet ér, és nem keletkezik akkora beáramló összeg sem, mint ami akkor keletkezne, ha a részvény helyesen árazott lenne. Ha ilyen stratégiát követ a menedzsment és ezzel a piac is tisztában van, akkor ez a részvények árfolyamára kedvezőtlenül hat, és így az új befektetők is ez alapján fogják meghatározni mekkora összegért lennének hajlandóak megvásárolni a részvényt. Így a kedvező hírt a piacnak az újabb adósságfelvétele jelenti, és addig nem akarnak részvényt venni, míg a vállalatnak van lehetősége pótlólagos adósság felvételére (Myers 1993, Shyam-Sunder–Myers, 1994).

A hierarchia elmélet értelmében éppen az információs aszimmetria megléte mozdítja a menedzsereket afelé, hogy csak végső esetben folyamodjanak a részvénykibocsátáshoz. Ez indokolja a belső forrás használatát, mert a menedzsment olyan forrást keres, mely a lehető legkevésbé függ az információs aszimmetria mértékétől, illetve aminek értéke az információ nyilvánosságra kerülésekor a lehető legkevésbé változik.

A részvénykibocsátással kapcsolatban felmerül *a már meglévő és az új részvénytulajdonosok kérdése* is. A kibocsátás során új részvényesek jelennek meg, akik tőkét biztosítanak a vállalat számára, hogy a pozitív nettó jelenértékű projekteket megvalósíthassa, és így a jövőben nagyobb működési pénzáramokra tegyen szert. Ezzel párhuzamosan azonban az új részvényesek oldaláról is osztalékélvárások jelennek meg, melyeket a vállalatnak teljesítenie kell. Az osztalékfizetést a vállalatok komolyan veszik, és sokkal inkább a beruházási kiadásokat fogják vissza, semmint, hogy az osztalékot csökkentsék, vagy visszafogják. Ennek komoly jelzésértéke van a piacok számára, a piac negatívan értékeli, ha az osztalékot csökkentik. Ezért inkább akkora osztalékot határoznak meg, amit ki tudnak fizetni, még akkor is ha az adott időszakban képes lenne ennél magasabbra, de nincs meg a biztosíték annak későbbi fenntarthatóságára. Továbbá az új tulajdonosok beleszólhatnak a vállalat működésébe ezzel csorbítva a régi tulajdonosok erejét. Így meg kell határozni, hogy az új részvények milyen jogokat biztosítanak, nehogy a már meglévő részvényesek érdekei sérüljenek (Ross et al, 2005).

*A hierarchia elmélet* egy másik értelmezése nem feltételezi az aszimmetrikus információk meglétét, ez azonban nem kap akkor hangsúlyt, mint a korábbi. Eszerint annak érdekében választják a források fent említett sorrendjét, hogy minimalizálják a forrásszerzés tranzakciós és járulékos költségeit. Ebben az esetben az első helyen az a forrás szerepel, melynek a legkisebb a tranzakciós költsége, és csak ha már ez kimerült fordulnak más forrás felé. A belső források esetében nincs tranzakciós költség, nem kötődik hozzájuk szerződéskötésben rögzített hozamélvárás, és nincs visszafizetési kötelezettség. Azonban ez a forrás nem olcsó, mert ez gyakorlatilag a tulajdonosok pénze, mely után ők azt a hozamot követelik meg, mely a saját tőkéjük után jár. Ha ezt nem tudják úgy befektetni, hogy a tulajdonosok által elvárt hozamot biztosítsák, akkor az eszközök hozama csökken, mely érezteti hatását a részvényárfolyamokban is (Brealy–Myers, 2005).

A részvénykibocsátás az utolsó helyen áll, mely különféle okokkal magyarázható:

- ♦ *Hígulási hatás*, mely a részvényeseket érinti, hiszen az új részvények kibocsátásával a meglévő részvényesek részesedése csökken, ezzel párhuzamosan a befolyásuk a cégvezetésre és az osztalékból való részesedésük is csökken.
- ♦ A tulajdonosok *nagyobb kockázatot* vállalnak és így *nagyobb hozamélvárásokat* fogalmazznak meg a hitelezőknél. A nagyobb kockázat oka: a saját tőke hozamát a vállalat jövőbeli gazdasági teljesítménye határozza meg, ellentétben a

hitellel, melynél a szerződés egyértelműen meghatározza. A saját tőke nem vonható ki a vállalkozásból, mert ez végleges forrást jelent. Felszámolás esetén a tulajdonosok az utolsó helyen állnak a kielégítési sorrendben.

- ♦ A részvénykibocsátás, mint végleges forrás szerzés *tranzakciós költsége* nagyobb az ideiglenes források megszerzésének tranzakciós költségeinél.

Bár ezt az elméletet is sok kritika érte illetve éri, mégis *népszerű*, melynek oka hogy magyarázatot talált a következőkre (Szemán, 2008):

1. Az áttétel és a profitabilitási ráták közötti negatív kapcsolatra
2. A jövedelmező vállalatok miért nem az átváltás elméletnek megfelelően döntenek és vesznek fel nagyobb mennyiségű hitelt
3. A menedzserek miért csak a legvégső esetben fordulnak a részvénykibocsátáshoz
4. Az újabb részvénykibocsátás híre miért vált ki negatív reakciót a piacból.

A *jelzéselmélet* szintén az információs aszimmetrián alapszik. Azt feltételezi, hogy a menedzserek olyan információkkal rendelkeznek a vállalat jövőbeli kilátásiról, melyről a piac nem tud. A tőkestruktúrára vonatkozó döntéseik révén azonban óhatatlanul jelzik ezek információk egy részét a piac felé. Az áttétel növelése azt jelzi a piac felé, hogy a menedzserek úgy gondolják képesek lesznek a kamat fizetésére a jövőben, ami a vállalat jövedelmezőségének jövőbeli helyzetére utal. Ebben az esetben is az áttételre helyeződik a hangsúly, és a saját tőke külső bevonásának kedvezőtlen hírértéket tulajdonítanak. Nem mond semmit viszont a visszatartott profitból történő finanszírozásról, mely szükségtelené tenné a hitel felvételét (Ross, 1977).

Ezzel szemben vannak kutatások, melyek azt állítják, hogy az áttétel növelése kedvezőtlen kilátásokat jelez a jövőbeli eredményre és cash flow-ra vonatkozóan, mert arra utal hogy nem lesz elegendő elérhető belső forrás a fejlesztések finanszírozására. Ebben a megközelítésben sokkal nagyobb a szerepe a belső forrásoknak, a saját erőből történő finanszírozásnak (Fama–French, 1988, idézi Frielinghaus et al., 2005).

Az információs aszimmetria feltételezése azt is felveti, hogy ez nem mindig azonos mértékű és időben változhat is. Minél nagyobb az információs aszimmetria az megnöveli a részvény kibocsátásának költségét. A részvény kibocsátása sokkal vonzóbbá válik a vállalat számára, ha alacsonyabb az információs aszimmetria, mint a működése korábbi időszakában. Ekkor a cégek számára nagy előnyt jelent, ha akkor bocsátanak ki részvényt,

mikor alacsony az információs rés a befektetők és a menedzserek között. Ez pedig arra utal, hogy az információs aszimmetria időbeli változása komoly jelentőséggel bír a részvényt kibocsátó vállalatok számára. Ez egy *intertemporális finanszírozási stratégia* alkalmazásához vezethet azon vállalatok esetében, melyek nagy információs aszimmetriával küzdenek. Részvénykibocsátást választanak akkor, ha éppen alacsony, és nem bocsátanak ki részvényt ha magas. Ez azt mondja, hogy az információs aszimmetria időbeli variabilitása befolyást gyakorol a vállalat külső finanszírozási döntéseire. Ebben az esetben nem a saját tőke bevonása áll az utolsó helyen. A részvénykibocsátást ugyanakkor nem a finanszírozási szükséglet felmerüléséhez kapcsolja, hanem az éppen jelenlevő információs aszimmetria mértékéhez (Autore–Kovacs, 2009).

*A tőkepiaci időzítés hipotézise* (Baker–Wurgler, 2002) a külső finanszírozási döntésekre vonatkozik, mely szerint a menedzserek akkorra időzítik a részvénykibocsátást, mikor a részvények árfolyama magas és akkor vásárolnak vissza részvényeket, mikor azok árfolyama alacsony. A tőkestruktúrára vonatkozóan elmondható, hogy az nem más mint a kumulatív eredmény, mely a múltbeli tőkepiaci időzítési kísérletek következtében alakult ki. Ennek értelmében a piaci időzítésnek nagy és tartós hatása van a tőkestruktúrára. A tőkestruktúrát a részvénykibocsátásokon keresztül igyekeznek megragadni, mert a legfontosabb szempont a részvénykibocsátás időzítése.

Ennél az elméletnél arra keresik a választ, hogy a piaci időzítés milyen hatással bír a vállalat áttételére. Ebben a tekintetben eltérő vélemények alakultak ki. Egy részről azt mondják, hogy a piaci időzítésnek rövid távú hatása van a vállalati áttételre, mert a részvénykibocsátást követően a vállalatok kiegyensúlyozzák a tőkestruktúrájukat. Ezzel ellentétes vélemény szerint viszont a hatás hosszú távú. Ebben az elméletben nem beszélhetünk optimális tőkestruktúráról (Mahajan–Tartaroglu, 2007).

## **2.5. TOVÁBBI ELMÉLETEK**

*A tehetetlenség elméletén alapuló tőkestruktúra* azt mondja, hogy a tőkestruktúrát nem belső, optimalizálási döntések határozzák meg, hanem külső részvénytőkepiaci változások. A kölcsöntőke és részvénytőke arányát piaci érték alapján határozza meg, és ha változik a részvény ára a piaci erők hatására, akkor megváltozik a kölcsöntőke/részvénytőke aránya is. Ebben az elméletben nem játszik szerepet sem a piaci időzítés, sem az adók és csőd-

költségek minimalizálása vagy a vállalati érték maximalizálása iránti törekvések. A tőkestruktúrát a részvénytulajdonosok határozza meg. Ez teljesen ellentétes a korábbi elméletekkel, hiszen nem követel meg semmiféle aktivitást a tőkestruktúra kialakítása során (Welch, 2002).

*A vállalati életciklushoz kötött finanszírozás elmélete* szerint attól függ a finanszírozás, hogy a vállalat milyen ciklusban van. A kezdeti szakaszban, az alapítás időszakában a saját tőke szerepe dominál. A növekvő szakaszban is főként a saját tőke szerepe meghatározó, de ekkor már használnak hitelt is. A fellendülés időszakában már megnövekszik az adósság szerepe. Ekkor a beruházások már jelentős pénzáramot nyújtanak és a jövőbeli pénzáramok is előre jelezhetők. Az érettség szakaszában a legmagasabb a hitelek aránya. Mindezt lehetővé teszi, hogy a beruházások egyre nagyobb és biztosabb pénzáramokat nyújtanak, és a hitelezőknek nem kell aggódnia, hogy a vállalat nem tudja visszafizetni a felvett hitelt. A hanyatló szakaszban pedig a hitelek visszafizetése történik, aminek következtében csökken az adósság aránya. Az egyes életszakaszokban az adósság hasznának és költségeinek mérlegelése történik, melynek következtében kialakul annak aránya. Ez az elmélet is inkább az adósság optimális meghatározására helyezi a hangsúlyt és nem fordít nagy figyelmet a saját tőkére, az mintegy háttérbe szorul. Mindenképpen ki kell emelni, hogy van olyan életszakasz, melyben a saját tőke szerepe kizárólagos (Damodaran, 2001).

A fenti elméletekből kiderül, hogy a saját tőke szerepét illetően közel sincs konszenzus a szakirodalomban. Számos elmélet igyekszik magyarázatot találni arra, mi alapján kerül sor a finanszírozási döntések meghozatalára a vállalatoknál. Ugyan képesek megragadni egy-egy tényezőt, mely befolyásolhatja a döntéseket, de egyik sem valósul meg maradéktalanul a gyakorlatban.

### 3. A SAJÁT TŐKE SZEREPE A FINANSZÍROZÁSI DÖNTÉSEKBEN

Számos empirikus kutatást végeztek már az évek során, melyek fókuszában az a törekvés állt, hogy választ találjanak arra a kérdésre mi alapján hozzák meg a finanszírozási döntéseket a vállalatoknál. Elsősorban az átváltás elmélet és hierarchia elmélet került a vizsgálatok fókuszába, ez a két elmélet teljesen más szerepet szán a saját tőkének. Néhány empirikus kutatást szeretnék kiemelni, mely ráirányítja a figyelmet a saját tőke fontosságára.

#### 3.1. A SAJÁT TŐKE SZEREPE EMPIRIKUS VIZSGÁLATOK TÜKRÉBEN

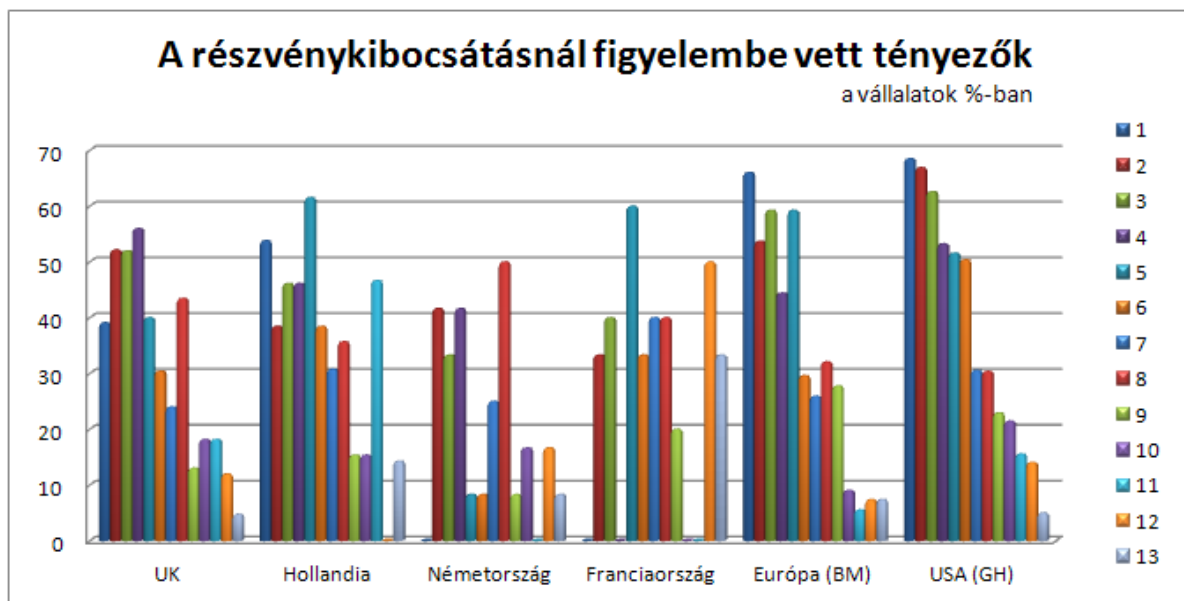
*Graham és Harvey (2002)* amerikai cégeket vizsgált, míg *Bancel és Mitto (2002)* tizenhat európai országból vizsgált vállalatokat, míg *Brounen, Jong és Koedijk (2005)* vizsgálata négy európai országban működő vállalatokra terjedt ki. Bár ezek a vizsgálatok nem teljes mértékben hasonlíthatóak össze és nem feltétlenül általános érvényűek mégis információkat nyújtanak arról, a gyakorlat milyen szerepet szán a saját tőkének.

A vizsgálatok eredményei azt mutatják, hogy a finanszírozási döntésekben kiemelkedő szerepe van a pénzügyi flexibilitásnak, a vállalatok hitelminősítésének és az eredmény és cash flow volatilitásának. Mindezek komoly tényezőként jelentkeznek, mikor a vállalatok adósság vállalást terveznek. *Graham és Harvey* kimutatta, hogy a cégek közel felénél a belső források elégtelensége szerepet játszik abban, hogy adósságot vesznek fel, ez sokkal inkább a kisebb cégek esetében jelentkezik. Ez a hierarchia elméletet támasztja alá. *Bancel és Mitto* szerint azonban a jelzési és ügynöki probléma fontos a döntések esetében. Ezért kapott náluk fontos szerepet annak biztosítása, hogy a menedzsment hatékonyan dolgozzon, és akkora arányát kell meghatározni a kölcsöntőkének, melynél a pénzbeáramlások jelentős része a hitelek törlesztésére fordítódik. Ezt magyarázhatja, hogy ők csak nyilvánosan működő vállalatokat vizsgáltak és a minta elemszáma sem volt akkora, mint a másik két esetben.

A legfontosabbnak tartott pénzügyi flexibilitás a vállalat azon képessége, hogy hatékonyan reagáljon a pénzáramokat és a beruházási lehetőségeket érő váratlan sokkokra. A pénzügyi flexibilitás egyrészt alátámaszthatná a hierarchia elméletet, lehetőséget ad a finanszírozási források közötti választásra, de a hierarchia elmélet nem ad vezető szerepet a pénzügyi flexibilitásnak. Másrészről pedig ez nem azon vállalatok számára volt a legfontosabb, ahol nagy az információs aszimmetria, hanem sokkal inkább ahol alacsonyabb en-

nek a jelenléte, mint az osztalékot fizető vállalatoknál. Az amerikai vállalatoknál sokkal inkább jellemző, hogy kölcsöntőkét vonnak be, ha a piac alulárzza a vállalatot. Ez a hierarchia elmélet mellett szól. Úgy találták viszont, hogy nem az információs aszimmetria határozza meg a finanszírozási források alkalmazását.

Mindegyik kutatás vizsgálta a vállalatok által a részvénykibocsátásnál fontosnak tartott tényezőket. Ez alapján lehetőség nyílik megvizsgálni, vajon tényleg az utolsó helyen áll-e a lehetséges források tekintetében. A részvénykibocsátásnál az EPS hígulása egy fontos tényező a leginkább tőkepiac orientált országokban, így az amerikai a brit és holland cégeknél. Szintén fontos a Bancel és Mitto (2002) által vizsgált országoknál. Emellett meghatározó tényező még, hogy mennyivel alul vagy épp felülárzott a részvény. A részvénykibocsátásnál meghatározó tényezők fontosságát a vizsgált vállalatoknál az 1. ábra mutatja.



**Jelmagyarázat:** 1. EPS hígulása 2. Azt az összeget, amennyivel a részvény alul vagy felülértékelt 3. Ha a részvényár nemrég emelkedett, az ár, amin ha kibocsátanak "magas" 4. Részvények biztosítása munkavállalói bónuszként/részvényopciós programok kidolgozása 5. Fenntartani a cél adósság/saját tőke rátát 6. Bizonyos részvényesek részesedésének hígitása 7. A részvény a finanszírozás legkevésbé kockázatos forrása 8. Jelenlegi profit vajon elegendő a tevékenység finanszírozásához 9. Hasonló összegű saját tőke használata, mint amit az iparág többi cége használ 10. Részvénykibocsátás a befektetőknek jobb benyomást ad a vállalat kilátásairól mint az adósság használata 11. Képtelenség olyan források megszerzése, mint a kölcsön, az átváltható és egyéb források 12. A törzsrészvény a legolcsóbb finanszírozási forrás 13. A befektetőket érintő tőkenyereség adóráta (az osztalékot terhelő adóhoz viszonyítva)

### 1. ábra: Meghatározó tényezők a részvénykibocsátásnál

Forrás:Saját szerkesztés Brounen et al, (2005) p. 31 alapján



A vizsgálatok arra utalnak, hogy a vállalatok próbálják időzíteni a részvénykibocsátást, mert a részvényárak emelkedését követően bocsátottak ki részvényt. Ennek aránya mind az amerikai vállalatoknál mind Bancel és Mittoo esetében több, mint 50%.

Csekély bizonyítékot találtak arra vonatkozóan, hogy a részvénykibocsátások azért következnek be, mert nem elegendő a profit a tevékenység finanszírozásához. Továbbá nem játszik fontos szerepet, hogy a részvénykibocsátás révén pozitív benyomást keltsenek a vállalat kilátásairól a piacon.

A vizsgálatok azt mutatják, hogy a részvénykibocsátás korántsem az utolsó végső eszköz újabb források megszerzésére. Viszonylag alacsony azok aránya, ahol fontos tényező volt más források elérhetetlensége. Ez azt mutatja, hogy a vállalatok többségében képesek lennének más forrásból is pénzhez jutni. Kevés menedzser gondolja azt, hogy a részvény a legkevésbé kockázatos finanszírozási forma. Megfontolás tárgyát képezi még a munkavállalóknak történő részvény biztosítása bónuszként, egy cél adósság-saját tőke arány fenntartása, valamint bizonyos tulajdonosok tulajdoni hányadának hígítása.

Mindezek mellett Bancel és Mittoo (2002) összehasonlította az alacsony növekedésű vállalatokat a magasabb növekedésű vállalatokkal és arra jutottak, hogy az utóbbi csoport számára a részvény a kevésbé kockázatos és legolcsóbb forrása a finanszírozásnak, valamint a piac számára is kedvezőbb benyomást ad a kölcsönnél. Ezek a vállalatok több figyelmet fordítanak a részvényárra, mikor részvényt bocsátanak ki. Ez alapján megállapítható, hogy a vállalati karakterisztikák is befolyásolják a saját tőke alkalmazásának mértékét.

A részvénykibocsátás a külső saját forrás szerzésének módja és mint ilyen meglehetősen költséges. *Fama és French (2004)* azt vizsgálták, hogy milyen körülmények között és milyen gyakran bocsátanak ki és vásárolnak vissza részvényeket a vállalatok és ez mennyiben elégíti ki a hierarchia elméletet. A vizsgálat azt mutatta, hogy a legtöbb vállalat kibocsát, visszavásárol vagy teszi mindkettőt minden évben. A részvénykibocsátások nem kényszer hatására történnek, mikor nincs más választás, mert tipikusan a részvénykibocsátók mérsékelt áttétellel rendelkeznek és pénzügyi többlettel, a visszatartott profit meghaladja esetükben a beruházásokat. Továbbá a részvényt visszavásárlók sem korlátozódnak azon vállalatokra, melyeknek nincs szüksége külső forrásokra, sok finanszírozási deficittel küzdő cég vásárol vissza részvényt.

A vizsgálat során arra a következtetésre jutottak, hogy a hierarchia elmélet nem képes megmagyarázni a tőkestruktúrát. Alapvetően az aszimmetrikus információk megléte

következtében van a legutolsó helyen a részvénykibocsátás, de nem egyedül az aszimmetrikus információk határozzák meg a források bevonását. Amennyiben található olyan útja a részvénykibocsátásnak, melynél nincsenek aszimmetrikus információk akkor ez már nem jelenik meg korlátozó tényezőként. Továbbá a részvényárak különféle bejelentésre változhatnak, de az aszimmetrikus információk jelenléte sem magyarázza meg teljes egészében ezeket a változásokat, és ez nem vezet a hierarchia elmélet szerinti finanszírozáshoz. Továbbá megállapították, hogy a magas növekedésű vállalatok, a kevésbé profitábilis vállalatok és a kisebb vállalatok a finanszírozási szükségleteik fedezésére több részvényt bocsátanak ki, mint az alacsony növekedésű vállalatok, a nagy vállalatok és a magasabb profitabilitással rendelkező vállalatok.

Meghatározó kérdésként merül fel, hogy a saját tőke szerepe a finanszírozásban kapcsolatba hozható-e azzal, hogy miért van szüksége a vállalatnak új forrásra. A korábbi kutatások esetében nem kapcsolódott össze a finanszírozási forrásra vonatkozó döntés a finanszírozási szükséglet okával. Ebben a vonatkozásban felértékelődik a saját tőke szerepe attól függően, hogy mit kell a vállalatnak finanszírozni, ezalatt érthető eszközberuházás típus, vagy profithiány.

Azon vállalatok, akik hajlamosak az opportunistá magatartásra, és ezáltal beruházásaik a kívülállók számára átláthatatlanná és kiismerhetetlenné válnak saját tőkéket fognak használni a beruházások finanszírozásához. Az erkölcsi kockázat megjelenése alulberuházáshoz és eszközhelyettesítéshez vezet, ami növeli a hitel ügynöki költségeit. A transzparencia a beruházások tekintetében meghatározó szerepet játszik, ha ez nincs akkor csak a saját tőke marad a finanszírozásra (Myers, 1977).

*Gatchev, Spindt és Tarhan (2008)* vizsgálataiknál arra helyezték a hangsúlyt, hogy a finanszírozási deficit mennyire befolyásolja a finanszírozási döntéseket. Arra jutottak, hogy a beruházás illetve a profithiány okozta finanszírozási deficit esetén eltérő szerepe van a saját tőkének. Ha immateriális javakba történik a beruházás, akkor azt részvénykibocsátásból finanszírozzák. Ezen belül ilyen a kutatás-fejlesztés, különféle reklámkampányok, illetve ha belső generálású növekedési lehetőségekről van szó. Ezek nem képesek biztosítékként megjelenni, nehézkes az értékelésük, és magasabb az információs aszimmetria.

A nettó forgótőke finanszírozása is főként saját tőkéből történik. A befektetett eszközökbe történő beruházásnál azonban elsődlegesen nem a saját tőke jelenik meg, mivel

ezek biztosítékot teremtenek, de ha magasak az adósság ügynöki költségei, akkor marad a részvénykibocsátás és jelentősen nagyobb mértékben kerül sor a saját tőke használatára.

A pozitív és negatív profit sokkok is eltérő hatásúak. Ennek oka, hogy a profithiány magyarázható úgyis, hogy meglévő eszközökbe történik a beruházás, amik az adott időszakban nem produktívak. Mikor profithiány következik be, akkor azt saját tőkével fedezik, míg ha pozitív a profit sokk, akkor a pénzügyi flexibilitásukat növelik a vállalatok.

Az osztalék kifizetése is történhet elsődlegesen részvénykibocsátásból. Ez abban az összefüggésben érthető, ha a beruházások és a profit egy adott szintjén a vállalat több osztalékot akar fizetni a részvényeseinek, akkor több részvényt kell kibocsátania a beruházások vagy a profithiány finanszírozására.

Nem hagyhatók figyelmen kívül a múltbeli finanszírozási döntések sem, mert képesek befolyásolni a jelenbelieket, hiszen nem minden esetben esik egybe a részvénykibocsátás a beruházás finanszírozási szükségletével. Ha múltban megtörtént a szükséges forrás megszerzése, az csökkenti a jelenbeli részvénykibocsátást.

A vállalati jellemzők is képesek befolyással lenni a döntésekre és ezáltal a saját tőke használatának mértéke eltérő. A kisebb vállalatok nagyobb mértékben finanszírozzák a befektetett eszközeiket saját tőkéből, melyet részvénykibocsátás révén szereztek. Ezt magyarázza, hogy ezen cégek informálisan kevésbé transzparenssek, mint a nagy cégek, ugyanakkor kevesebb belső forrást is használnak, mint a nagyok. A nagy növekedési lehetőséggel rendelkező cégek is több saját tőkét használnak a befektetett eszközöknél, mint az alacsony növekedési lehetőséggel rendelkezők. A kevésbé profitábilis vállalatok is többet használnak, mint a nyereségesebb társaik.

A *Gatchev, Spindt és Tarhan (2008)* által elvégzett vizsgálat ráirányítja a figyelmet a finanszírozási döntések és finanszírozás oka közötti összefüggésekre. Ebből az a következtetés vonható le, hogy a finanszírozási deficit oka határozza meg a finanszírozási döntést. Ez merőben ellentmond a hierarchia elméletnek, melynek értelmében a finanszírozási döntések nem függnék a finanszírozási deficit okától. A piaci időzítés sem alkalmazható, mert a profithiány sokkal inkább az alacsony részvényárakkal kapcsolatos, semmint a magasakkal. Az aszimmetrikus információk ebben az esetben sem képesek arra, hogy a részvénykibocsátást a legutolsó helyre szorítsák a forrásbevonásnál.

Az empirikus vizsgálatok alapján megállapítható, hogy a saját tőkének fontos szerepe van a finanszírozási döntésekben. Vannak olyan szituációk, mikor elsődleges szerepe van. Az aszimmetrikus információk képesek ugyan befolyásolni a saját tőke alkalmazásá-

nak mértékét, de nem igazolódott, hogy kizárólagos szerepe van a finanszírozási források sorrendjének meghatározásánál. A saját tőke alkalmazása függ attól, hogy mennyire transzparens a vállalatok, mi a finanszírozási szükséglet oka, de képesek befolyásolni vállalati jellemzők is. Vannak helyzetek, melyeket a különböző elméletek képesek jobban megragadni, de vannak olyanok is melyet nem magyaráznak meg. Nagyon sokféle empirikus vizsgálat született, melyek kísérletet tesznek valamiképpen megmagyarázni a gyakorlatban meghozott finanszírozási döntéseket. Ezek nem konzisztensek egymással, hiszen több esetben ugyanarra a jelenségre különböző magyarázatok születnek. Mindezek a finanszírozási döntések komplexitását és bonyolultságát magyarázzák. Ebből kifolyólag nehéz a saját tőke szerepének egyértelmű meghatározása. Ugyanakkor fontos szerepe van a finanszírozásban, nem lehet elhanyagolni.

### **3.2. A SAJÁT TŐKE MINT PÉNZÜGYI FLEXIBILITÁSI TÉNYEZŐ**

Az empirikus vizsgálatok azt mutatják, hogy a gyakorlatban a finanszírozási döntésekben meghatározó szerepet játszik a *pénzügyi flexibilitás*. A klasszikus tőkestruktúrára vonatkozó elméletek azonban nem vagy csak kevés figyelmet fordítanak a pénzügyi flexibilitásra. Ezért nem is tudják megmagyarázni, hogy miért tartja alacsonyan az áttételét sok profitábilis vállalat, vagy miért nem az utolsó helyen áll a részvénykibocsátás. A DeAngeló szerzőpáros (2006) szerint a pénzügyi flexibilitás a kritikus hiányzó eleme egy empirikusan is életképes tőkestruktúrának. A tradicionális elméletek nem veszik figyelembe az intertemporális függőségeket a vállalat finanszírozási tevékenységében, mivel a vállalatok ex ante finanszírozási politikát választanak, hogy ezzel biztosítsák ex post flexibilitásukat a tőkepiacok elérésében.

A pénzügyi flexibilitás értelmezhető úgy is, mint kapacitás a jövőbeli adósságból történő finanszírozásra. A saját tőke képes a pénzügyi flexibilitás növelésére. Egy jól átgondolt és megvalósított finanszírozási politika megadja a lehetőséget a vállalat számára, hogy a jövőben könnyebben szerezhessen külső forrást, akár egy előre nem jelzett jelentősebb profit csökkenés esetében is. Függ a cég életciklusától is, hogy milyen döntéseket hoz. A részvénykibocsátás megelőzheti az újabb adósságfelvételét, ha a vállalat kedvező feltételek mellett képes az új részvényeit kibocsátani. Ezzel biztosítja maga számára a szükséges forrást és az adósságkapacitását sem meríti ki. Ezáltal megmarad az az opciója, hogy amennyiben újabb külső forrásra lesz szüksége, akkor kölcsöntőként vehessen igény-

be. Ez főként akkor előnyös, ha az újabb részvények kibocsátására kedvezőtlenek a körülmények, mert éppen alulértékelték a részvények. Továbbá a cég értékére is pozitív hatással van, ha a befektetők kevesebb jövőbeli beruházási problémától tartanak, mert a vállalat megőrizte azon lehetőségét, hogy amennyiben nem látott zavarok lépnek fel, akkor hozzá tud jutni kölcsöntőkéhez, mert rendelkezik ki nem használt adósságkapacitással, vagy megvan a részvény kibocsátásának lehetősége (Denis–McKeon, 2011).

A pénzügyi flexibilitás nagyobb hangsúlyt kapott a válságban, mert nehezebbé vált a külső forrásokhoz, hitelekhez való hozzájutás. A magas flexibilitással rendelkező cégek képesek voltak a belső forrásaikat használni a válság alatt. Bancel és Mittoo (2010) vizsgálata alapján arra lehet következtetni, hogy a saját tőke fontos tényezője a pénzügyi flexibilitásnak. A vizsgált vállalatok mindegyikének esetében megnőtt a saját tőke fontossága. Ezt mutatja az 1. táblázat, melyben az látható, hogy a vállalatok mekkora százaléka értett egyet az egyes megállapításokkal.

**1. táblázat A saját tőke jelentőségének növekedése**

	A válság előtt (2007)	A válság alatt (2008-2009)
<i>A saját tőke növeli a pénzügyi flexibilitást (növekvő jövőbeli adósság finanszírozási kapacitás)</i>	65%	82%
<i>A vállalat fenn akar tartani egy cél adósság saját tőke arányt</i>	56%	69%
<i>Saját tőkével történő finanszírozás annak érdekében, hogy elkerülhessék a bankoktól és a hitelezőktől való függőséget</i>	35%	56%
<i>A saját tőke a legkevésbé kockázatos finanszírozási forrás</i>	33%	43%
<i>A részvényeseknek kell finanszírozni a vállalatot, mert a bank nem akarja</i>	15%	41%
<i>A saját tőke a legolcsóbb finanszírozási forrás</i>	11%	28%

Forrás: Saját szerkesztés Bancel–Mittoo (2010) p. 37. alapján

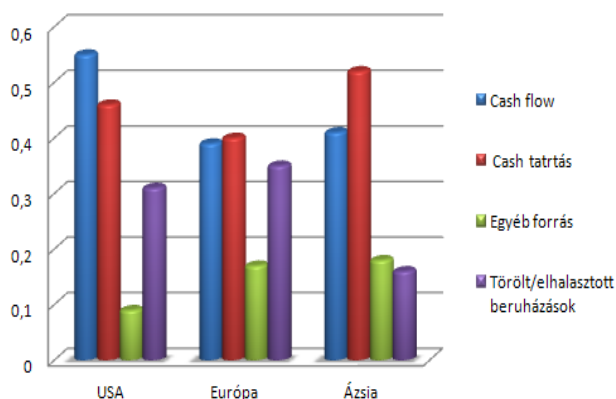
Már a válság előtt is a vizsgált vállalatok többsége úgy vélte, hogy a saját tőke növeli a pénzügyi flexibilitást, de ez az arány jelentősen megnőtt a válság alatt. Fontosabb szerepet kapott az a szempont is, hogy a vállalat tartson fenn egy meghatározott arányt az adósság és a saját tőke esetében. Ez arra vezethető vissza, hogy a magas adóssággal ren-

delkező vállalatok számára nehézséget jelentett az adósságuk törlesztése. A saját tőkével történő finanszírozás is növekvő szerepet kapott, hogy ezáltal elkerüljék a hitelezőktől és bankoktól való függést. Ha van kellő saját tőkéjük, akkor nincs szükség hitelre, melyekhez kedvezőtlenebb feltételekkel juthatnának hozzá, mert nehezebbé vált a válság alatt banki forrásokat szerezni. Nagyobb mértékben gondolták úgy, hogy a saját tőke a legkevésbé kockázatos és legolcsóbb finanszírozási forrás. Egyre nagyobb lett a saját tőke szerepe azáltal, hogy egyre nagyobb mértékben kellett a tulajdonosoknak finanszírozni a vállalatot, mert a bankok ezt nem tették meg. A saját tőke lehetővé teszi a vállalatok számára, hogy képesek legyenek a finanszírozásra akkor is, mikor nem képesek külső forrásokhoz jutni.

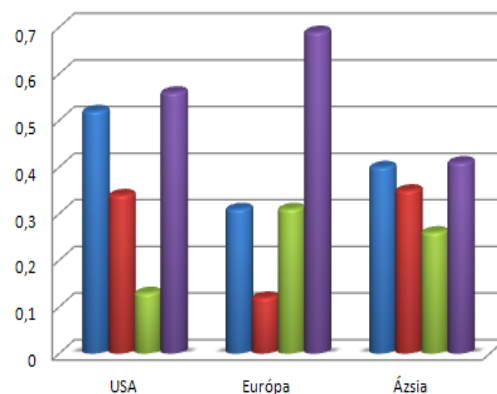
A pénzügyi flexibilitás figyelembevétele melletti finanszírozási politika alkalmazása mellett szól, hogy a válság komolyabb hatással volt a kevésbé flexibilis cégek számára. Az esetükben sokkal valószínűbb, hogy korlátozták a növekedési terveiket, eszközöket adtak el, újratervezték az üzleti struktúrájukat, vagy csökkentették az osztalék kifizetéseket. A cégek jelentős részben támaszkodnak a belső generálású cash flow-ra és a cash tartalékaikat használják a beruházások finanszírozására (Campello et al. 2009a).

A belső források jelentős szerepet játszanak a beruházások finanszírozásában, ha a külső forrásokhoz való hozzáférés lehetősége korlátozott. Amennyiben nincs elegendő forrás olyan beruházásokat kell feladni, melyről tudják, hogy profitábilisak. A 2. ábra a beruházások finanszírozási forrásait mutatja pénzügyileg korlátozott és nem korlátozott vállalatok esetében.

**Finanszírozási korláttal nem rendelkező vállalatok**



**Finanszírozási korláttal rendelkező vállalatok**



**2. ábra: A beruházások finanszírozási forrásai**

Forrás: Saját szerkesztés Campello et. al (2009b) alapján

A vállalatok többségében belső forrásokból finanszírozzák a jövőbeli beruházásokat, ha nem elérhetőek a külső források, mint például a kölcsöntőke. A pénzügyi korlátokkal küzdő vállalatok jóval nagyobb mértékben voltak kénytelenek feladni vagy elhalasztani beruházásaikat, mint az ilyen korláttal nem rendelkező vállalatok. Első sorban a belső források között a cash flow és a cash tartalék szerepel. Minél nagyobb lenne a belső források rendelkezésre állása annál kevesebb beruházást kellene elhalasztani vagy feladni. A tendencia nem különbözik jelentősen az egyes régiókat tekintve.

A saját tőke kizárólagos szerepe akkor jelentkezik erősen, mikor nem lehetséges más útja a forrásszerzésnek. Ha azonban túl sok belső forrást tartanak az költséges, és emellett felveti a menedzserek és tulajdonosok közötti problémák megjelenésének, növekedésének lehetőségét. Hiszen a visszatartott profit annak eredménye, hogy ezt nem fizetik ki osztalékként. A tulajdonosokkal kapcsolatban nemcsak azt kell mérlegelni, mikor lehet új részvényt kibocsátani és ezáltal forrást bevonni. De ott van a másik oldal, hogy mikor lehet a részvényt visszavásárolni, ezzel kifizetéseket eszközölni a tulajdonosok felé. Ez is fontos kérdés.

Részvény visszavásárlásra vonatkozó döntéssel befolyásolható az adósságkapacitás mértéke. Az adósságkapacitás a jövőbeli finanszírozás érdekében igen értékes opció, így a részvény visszavásárlás akkor következik be, ha alacsony az adósság szintje vagy mikor az adósságkapacitás értékét a rossz befektetési lehetőségek csökkentik. Ebben az esetben a vállalat nem jut finanszírozási forráshoz, így nem a forrásszerzések közé tartozik, de mindenképpen hat a tőkestruktúrára és ekkor a vállalat készpénzt juttat a tulajdonosainak, így azt nem használhatja fel másra. Ezzel nem utolsó sorban a kockázati kapacitása is módosítható (Fama–French, 2004).

A saját tőke felhasználható az adósság kapacitás növelésére. Ebből következően nem a részvénykibocsátás követi az adósság felvételét, mert az adósságkapacitás jelenben történő kihasználása beruházási zavarok kialakulását eredményezheti, mert megnehezíti a vállalat számára a forráshoz jutást. A szabad pénzáram saját tőke utáni kifizetésekre fordítása, ha abból a kölcsönt finanszíroznák, lehetővé tenné az ügynöki költségek kontrolját és a cash tartás adózásának elkerülését. A saját tőke utáni kifizetések meggyőzik a külső befektetőket a jövőbeli kifizetések fenntartásáról és csökken a részvények értékelési problémája. A részvénykibocsátást a jövőbeli forrásokhoz való hozzájutás lehetőségeinek megfontolása befolyásolhatja. A finanszírozási szükséglet biztosítható a részvénykibocsátás-

sal, mikor kedvezőek a részvényárak és ezzel elkerülhető a jövőbeli kibocsátás kedvezőtlen árák mellett. A részvénykibocsátás szerepet játszhat az adósságkapacitás megőrzésében. A saját tőke tehát felhasználható a pénzügyi flexibilitás építésére (DeAngelo–DeAngelo, 2006).

## **4. A SAJÁT TŐKE ÉS A KOCKÁZATTAL KAPCSOLATOS MODELLEK**

### **4.1. A SAJÁT TŐKE ÉS A KOCKÁZAT KAPACITÁS**

A vállalati aggregált kockázati szint és a finanszírozási szerkezet összefügg. A kockázati kapacitás meghatározása lehetővé teszi annak feltárását, hogy mekkora kockázatot vállalhat még a vállalat, vagy már túl sok a felvállalt kockázat. A finanszírozási döntésekkel lehetőség van a kockázati kapacitás befolyásolására.

A kockázati kapacitás a vállalat azon manőverezési lehetősége, hogy a nehéz időket milyen mértékben képes túlélni anélkül, hogy üzleti tevékenységét költséges módon ki kellene igazítani. A kockázati kapacitás három területe Alvinusson és Jankensgard (2009) értelmezésében a következő:

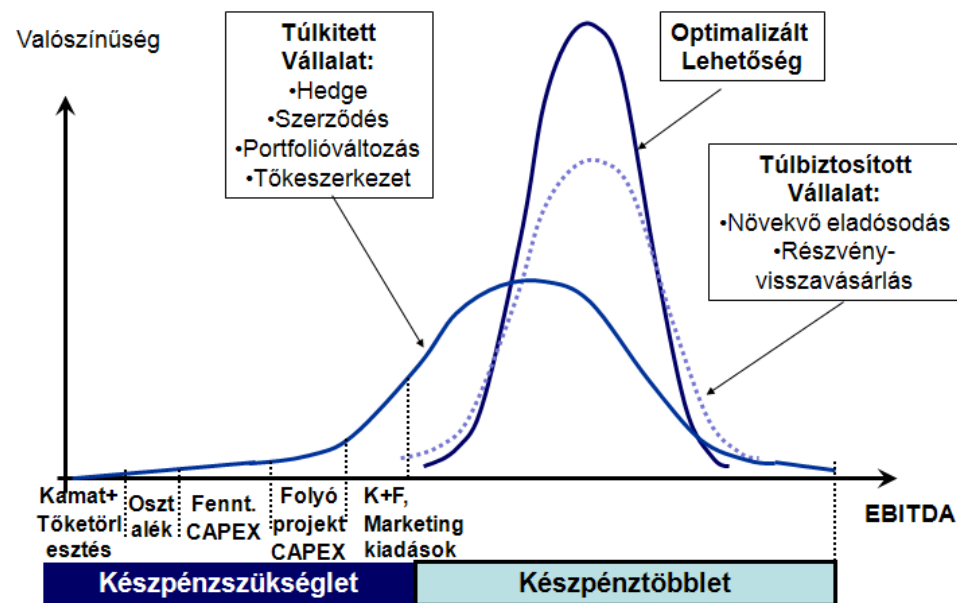
- (1) likvid eszközök mennyisége, elsősorban a készpénz és az értékpapírok, és a rövid időn belül kényszer értékesítés nélkül eladható eszközöket jelenti,
- (2) többlet adósság kapacitás, mely a vállalat azon képessége, hogy pótlólagos adósságot vegyen fel és
- (3) a vállalat fedezeti ügyleti pozíciója.

A részvénytőke-lekötés szempontjából a legfontosabb kérdés, hogy mekkora a kockázati kapacitás optimális mértéke, ehhez viszont először a vállalat működési cash-flow kockázatát kell számszerűsíteni. A kockázati kapacitás felméréséhez több módszer használható, melyek azonban függenek a tevékenység természetétől és kockázati profiljától. A Monte Carlo szimuláció olyan esetben alkalmazható, mikor a legfontosabb kitettséget a termékárak, a valuta kockázat vagy egyéb „adatgazdag” kockázati faktorok jelentik. Más esetben hasznosabb más módszert alkalmazni, mint kis számú diszkrét scenáriót, ami leír egy adott esemény által eredményezett minden hatást (Brouder et al., 2010).

A Monte Carlo szimuláció segítségével meghatározható a pénzáramlások valószínűségi megoszlása a következő néhány évre vonatkozóan. Majd ezt összevetve a vállalat ter-



vezett cash flow szükségletével meghatározható, hogy az adott időszak alatt hiány vagy többlet lép-e fel. Ezt szemlélteti a kockázatos cash flow modellje a 3. ábrán.



3. ábra Kockázatos cash-flow modellje

Forrás: Buehler at al. (2008a) p. 107.

Ez a koncepció a jövőbeli működési cash flow eloszlását állítja szembe a vállalat cash szükségletével. A vállalat számára cash szükségletet generál a kamat és tőketörlesztés, melyek a kölcsöntőke után felmerülnek, a tulajdonosoknak történő osztalékfizetés, a fenntartási tőkeberuházások, a folyamatban lévő tőkeberuházások, valamint a kutatás-fejlesztés, a marketingkiadások és befektetések. A legnagyobb valószínűséggel bekövetkező cash flow scenáriót a cash flow eloszlását mutató folytonos vonal legmagasabb pontja mutatja. Az ábrán a vízszintes tengely az EBITDA, azaz a kamat és adófizetés előtti eredmény összegét ábrázolja, míg a függőleges tengely azt mutatja meg, mekkora valószínűséggel következik be adott nagyságú EBITDA.

Abban az esetben, ha a cash flow eloszlása nagyon balra esik, egy túl kitett vállalatról van szó. Ekkor nagy a valószínűsége, hogy a jövőbeli várható cash flow-k nem fogják fedezni a vállalat cash flow szükségletét. Ennek következtében vissza kell fogni a jelenlegi vagy jövőbeli beruházásokat, csökkenteni kell a kutatás-fejlesztésre fordított kiadásokat, továbbá a marketing ráfordításokat is mérsékelni kell, az osztalékfizetést is csökkenteni vagy akár átmenetileg szüneteltetni kell, de előfordulhat a hitelezői elvárások, kovenánsok

megszegése is. Hiszen ekkor ahogy az ábrán látható a vállalat, hogy a szükséges mennyiségű pénzhez hozzájusson lassan elkezd csökkenti bizonyos tevékenységeit, hogy pénzt szerezzen. A pénzszükségletet mutató részből jobbról balra haladva folyamatosan csökkenti szükségleteit. Ennek viszont az a következménye, hogy feladja azokat a tevékenységeket, melyek biztosítanák a jövőbeli pénzáramokat. Ha egy innovatív cégről van szó, akkor a K+F kiadások csökkentése a vállalat versenyképességét is rontja, ami könnyen a piaci erejének csökkenéséhez vezet. Ennek hatásai hosszú távon érződnek (Buehler at al., 2008b).

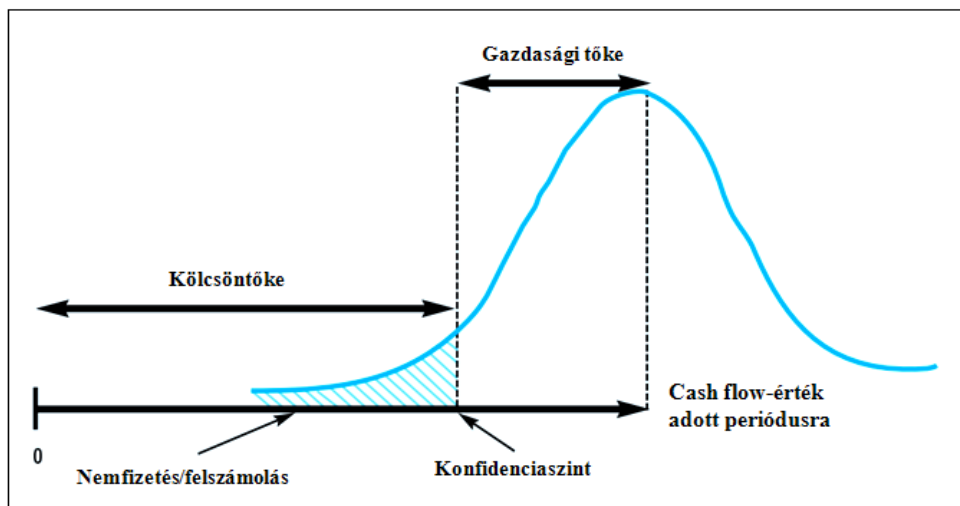
Ezzel szemben, ha túlságosan jobbra esik a jövőbeli cash flow megoszlása a vállalat túlbiztosított. Ekkor nem áll fenn az előbbi esetben ábrázolt veszély, de ez sem jó, mert ekkor nem használja elég hatékonyan a rendelkezésére álló tőkét. Egyik eset sem optimális a kockázat kapacitás szempontjából, de mindkét esetben közelebb kerülhet a vállalat az optimális esethez a kockázatkezelés eszközeinek és technikáinak segítségével. A legfontosabb, hogy a vállalat kockázati étvágya összhangban legyen a kockázati kapacitásával. A kockázati étvágy azt jelenti, hogy a vállalat összességében mekkora kockázatot akar viselni. A kérdés ekkor az, hogy vajon képes-e a vállalat a vágyott kockázat elviselésére, vagy akár vállalhatna még többet. Ha a kockázati étvágy túl magas, és a vállalat kockázati kapacitása ezt nem bírja, akkor könnyen fizetéképtelenség következhet be (Brouder at al., 2010).

Mint az ábráról leolvasható mindkét esetben lehetőség van a tőkestruktúra változtatásával alakítani a kockázati kapacitást. Ha túl sok a cash tartalék, azt lehet csökkenteni részvény visszavásárlással vagy az adósság növelésével, melyek szintén a tőkestruktúra átalakítását eredményezik. Egy részvény visszavásárlási program értéket teremt, hiszen a tőkestruktúrát hatékonyabbá teszi, miközben valamivel növeli a kockázatot is, és egyszeri pénzjuttatás a tulajdonosok felé, mely nem növeli a jövőbeli fizetési kötelezettségeket. A kockázat kezelése során alkalmazott eszközök befolyásolják a tőkestruktúrát és ezáltal az idegen és saját tőke egymáshoz viszonyított arányát

Másrészről a finanszírozási források is befolyásolják a kockázatkapacitást. Hiszen az adósság mértéke a fizetendő kamatokat és a tőketörlesztés nagyságát határozza meg, a részvennyel történő finanszírozás pedig osztalékfizetést követel meg. Ezek egymáshoz képesti aránya sem elhanyagolható. Meghatározó, hogy a pénzszükséglet nagyobb részét az osztalék, vagy a hitel és kamatai teszik ki. Ennek megfelelően bekövetkezhet a tőke-szerkezet egy a vállalat számára optimálisabb átalakítása. A kockázatos cash flow mo-

dellje egy másik megközelítésből szemlélve a gazdasági tőke meghatározásával kapcsolható össze.

A *gazdasági tőke* elmélet a kockázatos cash flow modelljén alapul, mely ötvözi a kockázatkezelés és az értékteremtés elméletét. Ezt Bancel és Tierny (2010) fogalmazta meg, mikor nem pénzügyi vállalatokra is alkalmazzák Merton és Perold (1993) gazdasági tőke koncepcióját, melyet ők pénzügyi vállalatokra fogalmaztak meg. A gazdasági tőke arra utal, hogy a vállalat milyen mértékben képes túlélési puffert teremteni a legrosszabb scenárió esetére, azaz mennyire képes a bizonytalanságot és a kockázatot elnyelni. Ezen megközelítés értelmében a gazdasági tőke, a vállalatot és hitelezőket megillető szabad pénzáram különbsége, amit a tulajdonosoknak kell finanszírozni, más szóval a tulajdonosokat megillető szabad pénzáram. Ennek meghatározása scenárióanalízis használatával történik, melynek során meghatározzák a vállalatot megillető szabad pénzáramot. Ezt két részre bontják, az alacsony kockázatú részre és magas kockázatú részre, mely eltérő forrásból finanszírozott. A minimum szint elegendően biztos pénzáram az adósság visszafizetésére, és megfelelő alap a kölcsöntőkéhez. Ez valójában a hitelezőket megillető szabad pénzáram. A megmaradó rész adja a gazdasági tőkét. Ezt mutatja a 4. ábra.



**4. ábra A gazdasági tőke és a vállalat cash flow kockázati profilja**

Forrás: Bancel–Tierny, 2010, 10. oldal

Ahogy azt az ábra is mutatja a gazdasági tőke az a tőkemennyiség, melyet a vállalat üzleti tevékenységének, az eszközeinek, vagy akár a teljes vállalat finanszírozására hasz-

nál, azzal a céllal, hogy a potenciális veszteségek egy meghatározott konfidenciaszintnek feleljenek meg. Ez meghatározza a részvényesek számára az elfogadható tőkeszerkezetet attól függően, hogy mennyire idegenkednek a kockázattól.

Ez a megközelítés a vállalat cash flow profiljának megértését segíti elő, és a kapcsolatot a gazdasági tőkével. Ugyanakkor a kockázat is megjelenik. A finanszírozási költségek tekintetében van a gazdasági tőkének és a kölcsöntőkének is külön költsége. Nem alkalmazza a súlyozott átlagos tőkeköltséget, ezáltal annak meghatározását is elkerüli. A finanszírozási szerkezet pedig a részvényesek által elfogadható kockázati szintet tükrözi.

#### **4.2. A KOCKÁZATKEZELÉS MINT RÉSZVÉNYTŐKE-HELYETTESÍTŐ**

A vállalati kockázatkezelés tekinthető úgy is, mint ami képes helyettesíteni a tulajdonosi tőkét. Ha a kockázatokat jól kezelik, akkor nincs szükség akkora plusz tőkét tartani, mert anélkül sem kerül veszélybe a működés. A kockázatok kezelésére egy széles körben alkalmazott módszer a fedezeti ügyletek alkalmazása. A magas kitettséggel szembenező vállalatok növelhetik a piaci értéküket, azáltal hogy csökkentik kitettségüket derivatívák használatával. A kockázatkezelés során dönteni kell, hogy alkalmaznak-e fedezeti ügyleteket vagy sem, de a kockázatkezeléssel megváltoztatható mind a vállalat tőkestruktúrája mind pedig a tulajdonosi szerkezete. A pénzügyi kitettség fedezése úgy is értelmezhető, hogy értéket teremt a tulajdonosok kockázatának csökkentése révén és ezáltal csökkenthető a befektetéseik után megkövetelt megtérülési ráta. Ezen értelmezés szerint a kockázatkezelés úgy is tekinthető, mint direkt helyettesítője a saját tőkének. Minél inkább fedezi pénzügyi kitettségét a vállalat, annál kevesebb tőkét igényel a tevékenység végzése. Vagy másrésről a kockázatkezelés révén csökkenthető a kitettség, ezáltal hatékonyan növelve a vállalat adósságkapacitását. Ebből adódóan elmondható, hogy létezik egy kölcsönös függőség a tőkestruktúra és a kockázatkezelés között (Stulz, 1996, Jankensgård, 2008).

A kockázat esetén beszélhetünk likvid és illikvid kockázatról. Míg az előbbi esetben a kockázat piacosítható, és ezáltal másra áthárítható, addig erre a második esetben nem kerülhet sor. Tipikusan ezen kockázatok azok, melyek a vállalatok számára nehézségeket okoznak, és ezeket kell nekik a lehetőséghez képest a legjobban kezelni és csökkenteni. Tipikusan ilyen kockázat a működési kockázat, mely a cash flow nagy volatilitásában jelentkezik. Ez költséges a vállalatok számára, mert ha a tervezett pénzáram nem várt módon vagy időben jelentősen lecsökken előfordulhat, hogy nem képesek megvalósítani a

tervezett ígéretes beruházásokat, így alulberuházás valósul meg. Mindennek hosszabb távon érződik a következménye a vállalat értékének csökkenésében. Hiszen elmarad az a beruházás, ami a jövőbeli pénzbeáramlásokat biztosítaná. Az alulberuházási probléma az újabb részvénytőke bevonását nehezíti meg. A kinntlevő kölcsöntőke következtében a haszon jelentős része a hitelezőkhöz kerül. Az új részvényesek a befektetett tőkéjük után megfelelő megtérülést várnak el. Ekkor a régi részvényesek, akik vesztenek, mert nekik kellene ezt az elvárt megtérülést az új részvényesek számára biztosítani. Ennek következtében nem hagyják, hogy a vállalat új részvénytőkét vonjon be, így nem lesz képes új beruházásokat saját tőkéből finanszírozni (Stulz, 1999).

Egyik lehetséges módja a nem várt kockázatok okozta pénzáram csökkenés elkerülésének, hogy többlet tőkét tartanak a vállalatok, ami viszont költséges, hiszen ezt nem fektethetik be pozitív nettó jelenértékű projektekbe, és nem juttathatják vissza a tulajdonosoknak sem.

A vállalatok képesek a likvid kockázatokat kezelni, és ezáltal adósságkapacitást építhetnek. Ennek egyik lehetséges módja fedezeti ügyletek révén csökkenteni a vállalati cash flow volatilitását, mely a beruházások nagyobb mértékben belső forrásból történő finanszírozását teszik lehetővé. Ezáltal elérhető, hogy csökkenjen a függőség a külső tőké-től. Ez főként akkor jelentős, ha költséges a külső forrásokhoz való hozzájutás. Továbbá a kockázatok kezelésével csökkenthető a pénzügyi nehézségek felmerülésének valószínűsége, ezáltal lehetőség van az adósságkapacitás növelésére. Ha van adósságkapacitás, akkor a saját tőke helyett lehetővé válik más forrás választása. A kockázatkezelés révén befolyásolható a saját tőke igénybevétele mértéke (Adam, 2002, Froot et al., 1993).

Azok a kockázatok esetében melyek nem likvidek, azokat nem lehet kezelni. Ezeket a kockázatokat a részvénytőkének kell elnyelnie. Mindenképpen fontos vizsgálni a saját tőkével történő finanszírozás során a vállalat kockázatát.

### **4.3 Az „ÜRES SZAVAZÓ” HIPOTÉZIS**

Új kockázati tényezők jelenhetnek meg a részvényből származó gazdasági érdekeltég és a szavazati jog szétválasztásával. A részvényesek erejének alapvető forrása a szavazati jog, ez adja meg a lehetőségét annak, hogy megválaszthatják a vállalat irányítóit, jóváhagyhatják az összeolvadásokat és a felvásárlásokat, engedélyezhetik új részvények kibocsátását. Alapesetben a részvényeseknek gazdasági érdekeltégük van a vállalatban, hiszen osztalé-

kot kapnak, tőkenyereséget vagy egyéb kifizetéseket, viszont ezért nagyobb kockázatot is vállalnak.

A szavazati és a részvény összekapcsolása megkönnyíti a piac vállalati ellenőrzését. Teljesen más helyzet következik be akkor, ha a részvényt és a szavazati jogot el lehet választani egymástól. Abban az esetben, ha a menedzserek kezében nagy szavazati jog koncentrálódik az ellentmond a vállalatirányítás elméletének és a piac vállalati ellenőrzésének. Ennél is újabb helyzetet teremt, ha ez úgy következik be, hogy közben nem kapcsolódik a szavazati joghoz a tulajdonlásból származó kockázatviselés (Yermack, 2010).

Empirikus bizonyítékok azt mutatják, hogy a különbség a vállalat belső érintettjeinek szavazati ereje és gazdasági érdekeltsége között a vállalati érték csökkenésének irányába hat, hiszen a menedzserek olyan vagyon felett döntenek, ami nem a sajátjuk. Kezdetben úgy gondolták, hogy nem lehet egymástól elválasztani a részvényt és a szavazati jogot, így ha valaki bele akar szólni a vállalati döntésekbe, annak részvényt kell vennie.

A pénzügyi területen végbemenő változások azonban egy új tendencia irányába mutatnak, mely egyre könnyebbé és olcsóbbá teszi a gazdasági tulajdon, azaz a részvényen elért megtérülés és a szavazati erő szétválasztását. Ennek az új lehetőségnek az előnyeit a fedezeti alapok és a vállalat belső érintettjei élvezik. Amint el lehet választani a szavazati jogot a gazdasági tulajdontól lehetnek olyanok, akik több szavazattal rendelkeznek, mint részvényt. Ezt az „üres szavazó” kifejezéssel azonosíthatjuk. Másrészt vannak olyan, befektetők, akik több gazdasági tulajdonnal rendelkeznek, mint formális szavazati joggal. Ezt a tulajdont általában nem teszik közzé, mert a külső befektetőkre vonatkozó tulajdonosi közzétételi szabályok sokkal inkább foglalkoznak a szavazati erővel, mint a gazdasági érdekeltséggel. Ebben az esetben beszélhetünk „rejtett tulajdon”-ról (Hu-Black, 2007).

Mindezek a lehetőségek teljesen más távlatokat nyitnak a saját tőkével történő finanszírozással kapcsolatosan is. Korántsem biztos, hogy a részvényesnek gazdasági érdekeltsége van a vállalatnál. Akinek pedig van, korántsem biztos, hogy beleszólhat az irányításba. Mindez megnöveli a kockázatot és átláthatatlanabbá is teheti a működést. Nem minden esetben érvényesül, hogy a tulajdonosok érdekeltek a vállalat minél jobb és hatékonyabb működésében. A részvényesi aktivizmus is meghatározó, mert ekkor a szavazati jogokat használják fel, hogy változtatásokat vihessenek végbe a vállalatoknál. Komoly problémát vet fel, hogy ha az „üres szavazás” megjelenik, akkor teljesen más szavazati stratégiát követhet a szavazó, mint amit akkor tenne, ha a szavazati jog mellett gazdasági érdekeltsége is meglenne. Ez pedig teljesen más következménnyel járhat a vállalat számára (Yermack, 2010).

A szavazati és gazdasági érdekeltség függetlenítése növelheti a hatékonyságot azáltal, ha olyan befektető tesz szert nagyobb szavazati erőre, aki sokkal informáltabb és érdekeltsége is a vállalathoz kapcsolódik. A nem informált részvényesek nem hajlandók áldozni az információk megszerzésére, és így nem is vehetik azokat figyelembe a döntéseiknél. Ez lehetőséget ad jobb döntések meghozatalára (Brav–Matthews, 2010).

Annak a hatását, hogy milyen folyamatokat idézhet elő, ha függetlenítik a részvényhez kapcsolódó szavazati jogot és az ahhoz kapcsolódó gazdasági érdekeltséget nem lehet egyértelműen eldönteni. Ez egy viszonylag új tendencia, és így most kerül leginkább a kutatások fókuszába.

A szavazati jog és gazdasági tulajdon függetlenítésére egymástól több úton is lehetőség nyílik. Az „üres szavazás” külső befektetők általi létrehozására egy alapvető stratégia, hogy tartanak részvényt, de a részvényen elért gazdasági megtérülésre fedezeti ügyletet alkalmaznak. Ilyen stratégia a short tőke swap pozíció, long pozíció egy egyszerű részvény future-ben, vagy short call és long put pozíció. Ennek eredményeképpen kialakulhat olyan szituáció is, mikor a befektető gazdasági érdekeltsége zérus, miközben mégis megvan a joga a vállalatot érintő döntésekben részt venni (Hu–Black, 2006a).

Létezik a belső érintettek általi fedezeti ügylet, mely az igazgatók, felelős tisztségviselők és ellenőrző részvényesek által széles körben alkalmazott technika. Ekkor ők megtartják a részvények formális tulajdonjogát, miközben a gazdasági kockázatukat csökkentik. Újabb stratégia a részvény tulajdon és egy short tőke swap pozíció kombinálása. Egy másik stratégia az úgynevezett „zero-cost collar” mely tartalmaz egy eladási opció vásárlást, ezzel korlátozva az alsó ági veszteséget, és ezzel egyidejűleg egy vételi opció eladást, így csökken a potenciális nyereség. Mindegyik stratégia csökkenti a gazdasági tulajdont, de megvédi a szavazati jogot. Ennek azonban vegyes hatása van. Egyrészt csökkenti a kockázat viselés konfliktusát a menedzserek és sok részvényes között. Másrészt lehetővé teszi a szavazati kontroll növelését alacsony gazdasági kockázat mellett, ezáltal csökkentve a piac vállalati kontrollját, mint fegyelmező mechanizmust (Hu–Black, 2006b).

Egy másik stratégia, melyet record date capture-nek is neveznek. A lényeg, hogy nem sokkal, körülbelül egy hónappal a részvényesi megbeszélés előtt van egy nap, mikor megnézik ki szavazhat a megbeszélésen. Aki ekkor rendelkezik részvényt, annak megvan a joga, hogy szavazzon a megbeszélésen. Ennek érdekében részvényt kölcsönöznek a részvény hitelpiacon egy meghatározott időre. A kölcsönvevő megszerzi a részvényt és a hozzá kapcsolódó szavazati jogot. Ekkor a részvényt kölcsönvevő és az azt kölcsönnyújtó fél között van egy szerződés, mely szerint az osztalékot és egyéb megtérülést a részvényen

a kölcsönbevevő a kölcsönbeadó részére kiszolgáltatja. Ekkor a kölcsönbeadó megtartja a gazdasági tulajdonát, de nem lesz szavazata, miközben a kölcsönbevevő megszerzi a szavazati jogot anélkül, hogy gazdasági tulajdona lenne (Hu–Black, 2007).

Nincsenek konkrét adatok arra vonatkozóan, hogy a részvények mekkora hányadát lehet a piacon kölcsönvenni. Becslések alapján 2007 végén a legtöbb nagy, nyilvánosan működő amerikai részvénytársaság esetében, normál körülmények között a kinnlevő részvények 20%-a vagy annál több is könnyen kölcsönözhető volt. Az Egyesült Királyság tekintetében 2006-ban a Financial Times Stock Exchange 100 Indexet alkotó vállalatok részvényeinek akár 50%-a általában kölcsönözhető (Hu–Black, 2008a).

Különbéle lehetőség van tehát függetleníteni a szavazati jogot a gazdasági érdekeltségtől. Ennek lehet kedvező és lehet kedvezőtlen hatása is. A megnövekedett szavazati erővel lehetséges olyan döntések meghozatala, mely a szavazónak kedvez, de nem biztos, hogy a vállalatnak is. Ennek egyik esete lehet egy felvásárlással kapcsolatos döntés, melyet a vállalatot irányítók nem szeretnének, de erről szavazni kell. Előfordulhat, hogy mégis a felvásárlás mellett döntenek, mert szavaznak olyanok is akiknek csak szavazati joguk van és számukra a felvásárló vállalatban jelenlévő gazdasági érdekeltségük miatt lenne fontos ez a döntés. A szavazók a saját érdekükben hoztak döntést, de ez nem az adott vállalat érdekében történt, mert a gazdasági érdekeltség ott nem volt jelen.

A nagy rés a belső érintettek szavazati joga és gazdasági tulajdona között torzíthatja a beruházási döntéseiket. Ugyanakkor a két dolog elválasztása növelheti a hatékonyságot. A belső érintettek gyakran nem megosztottak és idegenkednek a cégspecifikus kockázattól. A nagyobb fedezeti lehetősége a gazdasági tulajdonuknak azt eredményezi, hogy nagyobb valószínűséggel fogadnak el kockázatosabb pozitív nettó jelenértékű projekteket, és kisebb valószínűséggel vesznek részt értékcsökkentő fedezeti ügyletekben a vállalaton belül (Hu–Black, 2008a).

Azonban nem csak ezen a területen lehetséges függetleníteni egymástól két dolgot. Megtörténhet ez az adósság esetében is. Hasonlóan a részvényesekhez, akik a gazdasági kitétségeket különféleképpen fedezik, úgy ezt a hitelezők is megteszik, és gyakran fedezik a hitelderivatívákat és egyéb kapcsolt eszközöket. Előfordul az is, hogy a hitelező megtartja a hivatalos szerződéses irányítási jogait és a törvényes jogait, de már részben vagy teljes egészben fedezi a gazdasági kockázatát. Ekkor „üres hitelező”-ről beszélhetünk. Hasonlóan ahogy a gazdasági tulajdon rejtve maradhat ugyanúgy az adósság tulajdona is lehet rejtett (Hu–Black, 2008b).



Mindezek a folyamatok új kockázati tényezők megjelenését okozzák, melyeket szintén mérlegelni kell a saját tőkével történő finanszírozás során. Az újabb tendenciák, a pénzügyi termékek innovációi növelhetik a bizonytalanságot. A részvényhez kapcsolódó két jog szétválasztása hozzájárulhat az átláthatóság csökkenéséhez a vállalati tulajdonosi szerkezetben. Lehetővé teszi a kockázati kitettségük csökkentését a vállalatot irányító menedzsereknek, miközben jelentős erőt képviselhetnek a kezükben összpontosuló szavazati jog révén. Mindez a tendencia hozzájárul, hogy csökken a piac ellenőrző ereje a vállalat felett.

## 5. ÖSSZEFOGLALÁS

TDK-dolgozatomban a saját tőke elméleti megközelítéseit tekintetem át és hasonlítottam össze. Lényegében egyetlen elmélet sem képes megmagyarázni, milyen esetben kerül sor saját tőke alkalmazására a finanszírozásban. A részvény-kibocsátás nem utolsó helyen áll, hanem sok esetben megelőzi akár a kölcsöntőke igénybevételét. A saját tőke adott szituációkban dominálhatja más források igénybevételét attól függően, hogy milyen okokra vezethető vissza a finanszírozási szükséglet. Az aszimmetrikus információk jelenléte sem képes maradéktalanul meghatározni a vállalati források igénybevételét, és nem okozza a részvénykibocsátás legvégső esetben történő alkalmazását.

A saját tőke alkalmazása révén lehetővé válik a pénzügyi flexibilitás növelése, ami meghatározó szempont a finanszírozási döntéseknél. Az adósságkapacitás növelésére is felhasználható a saját tőke. A részvénykibocsátás révén megőrizhető a finanszírozási forrásokhoz való jövőbeni hozzájárás opciója.

Kapcsolat mutatható ki a vállalati kockázatkezelés és a saját tőke között. A kockázatkapacitás mértékét a saját tőke alkalmazása képes növelni, vagy akár a vállalat számára egy optimálisabb szintre módosítani. Másik oldalról a kockázatkezelés is tekinthető úgy, mint a saját tőke direkt helyettesítője.

A saját tőke egyszerre abszorbeál vállalati kockázatokat, miközben a derivatívák használata révén maga is új típusú kockázatot generál az „üres szavazó” jelenség révén azáltal, hogy lehetőség van a részvényen elért megtérülés és az általa biztosított szavazati jog szétválasztására. Mindezzel csökken a piac ellenőrző szerepe a vállalat felett, melynek hosszú távú hatása és következménye még bizonytalan.

A dolgozat rámutat, hogy a saját tőke nagyon fontos szerepet játszik a vállalatok finanszírozásában. A saját tőke szerepének vizsgálata nem egyszerű, mert sok más tényezővel is kapcsolatba hozható. A saját tőke szerepéről nagyon sokféle elképzelés létezik, melyek nincsenek konszenzusban egymással. Ez is mutatja, hogy mennyire komplex és összetett kérdéssről van szó.

## IRODALOMJEGYZÉK

Adam, T. (2002): Do Firms Use Derivatives to Reduce Their Dependence on External Capital Markets? *European Finance Review* 6, pp. 163-187.  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=147851](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=147851)

Alviniussen, A. – Jankensgård, H. (2009): Enterprise Risk Budgeting-Bringing risk management into the financial planning process. *Journal of Applied Finance, Spring/Summer 2009* [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1426023](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1426023)

Autore, M. D. – Kovacs, T. (2009): Equity issues and temporal variation in information asymmetry. *Journal of Banking & Finance*, Volume 34, Issue 1, pp. 12–23  
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426609001514>

Baker, M., Wurgler, J. (2002): Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, Vol. LVII, No. 1  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=267327](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=267327)

Bancel, F. – Mittoo, U. R. (2002): The Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms. *AFA 2003 Washington, DC Meetings; EFMA 2002 London-Meetings* [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=299172](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=299172)

Bancel, F.–Mittoo, U. R. (2010): Financial Flexibility and the Impact of the Global Financial Crisis: Evidence from France.  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1587302](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1587302)

Bancel, F. –Tierny, J. (2010): Firm Valuation with Cash-flow@risk.  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1713666](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1713666)

Brav, A. – Mathews, R. D. (2010): Empty Voting and The Efficiency of Corporate Governance. *AFA 2009 San Francisco Meetings Paper*  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1108632](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1108632)

Brealy, R. A. – Myers, S. C. (2005): Modern vállalati pénzügyek, 7. kiadás, Panem kiadó, Budapest

Brouder, A. – Buehler, K. – Patsalos-Fox, M. – Perler, M. (2010): A Board Perspective on Enterprise Risk Management. McKinsey & Company  
<http://www.mckinsey.com/.../24A92456C1DF4C5E9AAF5...> (letöltve: 2012. 11. 5.)

Brounen, D. – Jong, A. – Koedijk, K. (2005): Capital Structure Policies in Europe: Survey Evidence. *ERIM Report Series Reference No. ERS-2005-005-F&A*  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=797919](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=797919)

Buehler, K. –Freeman, A. –Hulme, A. (2008a): Owing the Right Risks. *Harvard Business Review*, Vol. 89, Issue 9, pp. 102–110

Buehler, K. – Freeman, A. – Hulme, R. (2008b): The Risk Revolution. McKinsey & Company  
<http://www.mckinsey.com/.../risk/.../035C12E182814CC2...> (letöltve: 2012. 11. 5.)

Campello, M. – Graham, J. R. – Harvey, C. R. (2009a): The Long-Term Cost of the Financial Crises. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1357806](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1357806)

Campello, M. – Graham, J. R. – Harvey, C. R. (2009b): The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, Vol. 97 Issue 3, pp 470–487 [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1318355##](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1318355##)

Damodaran, A. (2001): Corporate finance : Theory and practice. 2. kiadás, Wiley & Sons, New York

DeAngelo, H.–DeAngelo, L. (2006): Capital Structure, Payout policy, and Financial Flexibility. *Marshall School of Business Working Paper No. FBE 02-06* [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=916093](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=916093)

Denis, D. J. – McKeon, S. B. (2011): Debt Financing and Financial Flexibility: Evidence from Proactive Leverage Increases. *AFA 2010 Atlanta Meetings Paper* [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1361171](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1361171)

Fama, E. F. –French, K. F. (2004): Financing Decisions: Who Issues Stock? *CRSP Working Paper No. 549* [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=429640](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=429640)

Frielinghaus, A. – B. Mostert, B. – Firer, C (2005): Capital structure and the firm’s life stage. *S.Afr.J.Bus.Manage.2005,36(4)* <http://www.griequity.com/resources/integraltech/GRIBusinessModel/capitalstructureandlifestage.pdf>

Froot, K.A. – Scharfstein, D. S. – Stein J. C. (1993): Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies. *The Journal of Finance*, Vol. 48, No. 5 [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=226886](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=226886)

Gatchev, V. A. – Spindt, P. A. – Tarha, V. (2008): How do firms finance their investments? The relative importance of equity issuance and debt contracting costs *Journal of Corporate Finance*, Vol. 15, Issue 2, pp. 179-195 <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119908001004>

Graham, J. R. – Harvey, C. R. (2002): How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions? *The Journal of Applied Corporate Finance* Vol. 15, No. 1 [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=795374](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=795374)

Hovakimian, A. – Hovakimian, G. – Tehranina, H. (2002): Determinants of Target Capital Structure: The Case of Dual Debt and Equity Issues. *AFA 2003 Washington, DC Meetings* [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=302501##](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=302501##)

Hu, H–Black, B (2006a): The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership. *Southern California Law Review* 79, May, 811–908. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=904004##](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=904004##)

Hu, H. – Black, B. (2006b): Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms. *Business Lawyer*, Vol. 61, pp. 1011-1070. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=887183](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=887183)

- Hu, H–Black, B (2007): Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership. *Journal of Corporate Finance* 13, June, pp. 347–367.  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=874098](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=874098)
- Hu, H–Black, B (2008a): Equity and Debt Decoupling and Empty VotingII: Importance and Extensions. *University of Pennsylvania Law Review* 156, January, pp. 625–739.  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1030721](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1030721)
- Hu, H–Black, B (2008b): Debt, Equity and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications. *European Financial Management* 14, September, pp. 663–709.  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1084075](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1084075)
- Jankensgård, A. (2008): Cash Flow-at-Risk and Debt Capacity. Lund Institute of economic Research Working Paper Series  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1304108](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1304108)
- Jensen M.C. – Meckling W. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 3, No. 4  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043)
- Klein, L. S. – Brien, T. J. O. – Peters, S. R. (2002): Debt vs. Equity and Asymmetric Information: A Review. *The Financial Review*  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=305401](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=305401)
- Long, M. S – Malitz, B. I. (1983): Investment Patterns and Financial Leverage. NBER Working Paper No. w1145 [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=291741](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=291741)
- Mahajan, A. – Tartaroglu, S. (2007): Equity market timing and capital structure: International evidence. *Journal of Banking and Finance*, Volume 32, Issue 5, May 2008, pp 754–766. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426607002270>
- Merton, R. C. – Perold, A. F. (1993): The theory of risk capital in financial firms. *Journal of Applied Corporate Finance* 6, 3, pp. 16–32
- Myers, S. (1977): Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* 5, pp. 147-175  
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X77900150>
- Myers, S. C. (1984): Capital Structure Puzzle. *NBER Working Paper No. w1393*  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=227147](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=227147)
- Myers, S. C. (1993): Still Searching for Optimal Capital Structure. *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 6, Issue 1, pp. 4–14, Spring 1993
- Myers, S. C. (2001): Capital Structure Puzzle. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, Number 2 Spring 2001 pp. 81–102

Myers, S. C. – Majluf, N. S. (1984): Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13, pp.187-221 [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1505916](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1505916)

Rajan R.G – Zingales L. (1994): What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *NBER Working Paper* No. w4875  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=6905](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=6905)

Ross, S. A. (1977): The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1, Spring, 1977

Ross, S. A. – Westerfield, R. W. – Jaffe, J. (2005): *Corporate Finance*. 7. kiadás, McGraw-Hill, Boston

Shyam-Sunder, L. – Myers, S. C. (1994): Testing Static Trade-Off Against Pecking Order Models of Capital Structure. *NBER Working Paper* No. w4722  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=226998](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=226998)

Stulz, R. M (1996): Rethinking Risk Management. *Journal of Applied Corporate Finance* 9 (3), pp. 8-24.

Stulz, R. M. (1999): What's wrong with modern capital budgeting?  
*Dice Center Working Paper* No. 99-8  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=168068](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=168068)

Szemán Judit (2008): A magyar vállalati szektor tőkeszerkezetének elemzése 1992-2003 között. Phd-értekezés, Miskolci Egyetem, Vállalkozáselmélet és Gyakorlat Doktori Iskola,  
<http://www.doktori.hu/index.php?menuid=193&vid=841>

Welch I. (2002): Columbus' Egg The Real Determinant of Capital Structure. *NBER Working Paper* No. 8782  
<http://www.nber.org/papers/w8782>

Yermack, D. (2010): Shareholder Voting and Corporate Governance.  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1523562](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1523562)