

Üzleti vállalkozások hitelfinanszírozása

Credit financing for business enterprises

KOVÁCS GÁBOR¹

Absztrakt

A tanulmány célja annak bemutatása és kritikus értékelése, hogy az üzleti vállalkozások számára milyen finanszírozási források érhetőek el, illetve milyen tőkeszerkezet alakítható ki. A lehetséges finanszírozási források között meghatározásra kerül a hitelforrások szerepe és funkciója, elsődlegesen a beruházási célt szolgáló hitelfinanszírozási konstrukciókra koncentrálva. A tanulmány a hitelfinanszírozáshoz kapcsolódó pénzügyi kockázatok elméleti megalapozását követően azok közül elsődlegesen a kamatláb-kockázatra fókuszál. Meghatározásra és illusztrálásra kerül, hogy a legfontosabb hitelkonstrukciók kamatláb-kockázatát a hitelfinanszírozás egyedi jellemzői milyen mértékben és milyen módon befolyásolják.

Kulcsszavak: vállalati finanszírozás, hitelfinanszírozás, kamatláb-kockázat

Abstract

The paper is aimed to introduce and evaluate critically which financial strategies, sources and capital structures are available for business corporations. As part of potential financial sources the role and function of borrowing will be determined concentrating primary on loan constructions for investment purposes. The paper has been focusing firstly on the analysis of interest rate risk. It will be defined and illustrated how the unique characteristics of loan constructions can determine the extent of interest rate risk.

Keywords: corporate finance, borrowing, interest rate risk

BEVEZETÉS

A vállalati hitelfinanszírozás vizsgálatakor első megközelítésben a vállalatfinanszírozás általános spektrumából indulunk ki. Fontos, hogy meghatározásra kerüljön a hitelforrások szerepe és funkciója, eltérő sajátosságai a lehetséges finanszírozási források. Ezt követően a hitelfinanszírozáshoz kapcsolódó pénzügyi kockázatok közül a kamatláb-kockázatra fókuszálunk. Kvantitatív mérőszámok segítségével meghatározásra és összehasonlításra kerül a leginkább elterjedt hitelkonstrukciók (annuitásos hitel, egyenletes tőketörlesztésű hitel) kamatláb-kockázata.

1. FINANSZÍROZÁSI FORRÁSOK ÉS STRUKTÚRÁK

Az üzleti vállalkozások pénzügyi döntései közé sorolhatók az ún. finanszírozási döntések. A finanszírozási döntések során a vállalkozás arról dönt, hogy működését milyen források segítségével, illetve azok mely kombinációja által finanszírozza. Ide tartozik a napi működés

¹ Egyetemi docens, Széchenyi István Egyetem, Kautz Gyula Gazdaságtudományi Kar. E-mail: kovacs@sze.hu

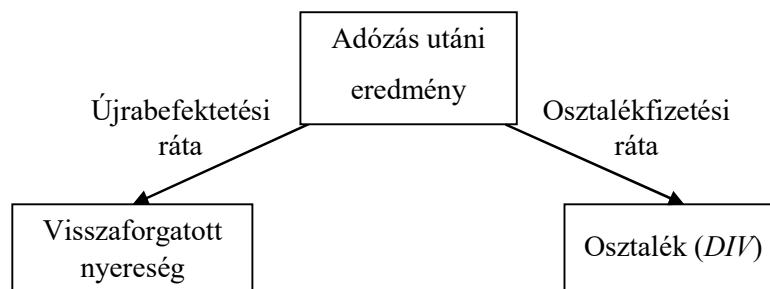
finanszírozása (rövid távú finanszírozás), illetve a beruházások, projektek finanszírozása (jellemzően közép-, illetve hosszú távú finanszírozás). A finanszírozás vállalati aspektusának megértéséhez fontos adalék Drukarczyk és Lobe (2014) megközelítése, mely szerint a vállalkozás része a finanszírozási, illetve egyéb (áru-, nyersanyag-, munkaerő-) piacoknak is. A vállalati pénzügyek tehát ezen relációk vonatkozásában fordulhatnak elő. Walter (2014) a vállalatfinanszírozás lehetséges módjait 5 szempont szerint csoportosítja:

- 1) A befektető jogállása, valamint a tőke felelősségi kritériuma
- 2) A finanszírozási forma lejáratának kritériuma
- 3) A tőkeszükséglet és a pénzügyi helyzet viszonyának kritériuma
- 4) A finanszírozás lehetséges indítéka
- 5) A forrás eredete

A finanszírozási lehetőségek elemzése során gyakori a belső és külső források elkülönült vizsgálata. Ezt a megközelítést tükrözi az alábbi csoportosítás, mely szerint a vállalkozás beruházásait (mérlegfőösszegének növelését) a következő módon finanszírozhatja (Kovács 2009):

1. Belső forrásból
2. (Pótlólagos) tulajdonosi tőke bevonásával
3. Külső hitelforrások segítségével

1. ábra: Adózás utáni eredmény felosztása
Figure 1. Division of after-tax profit

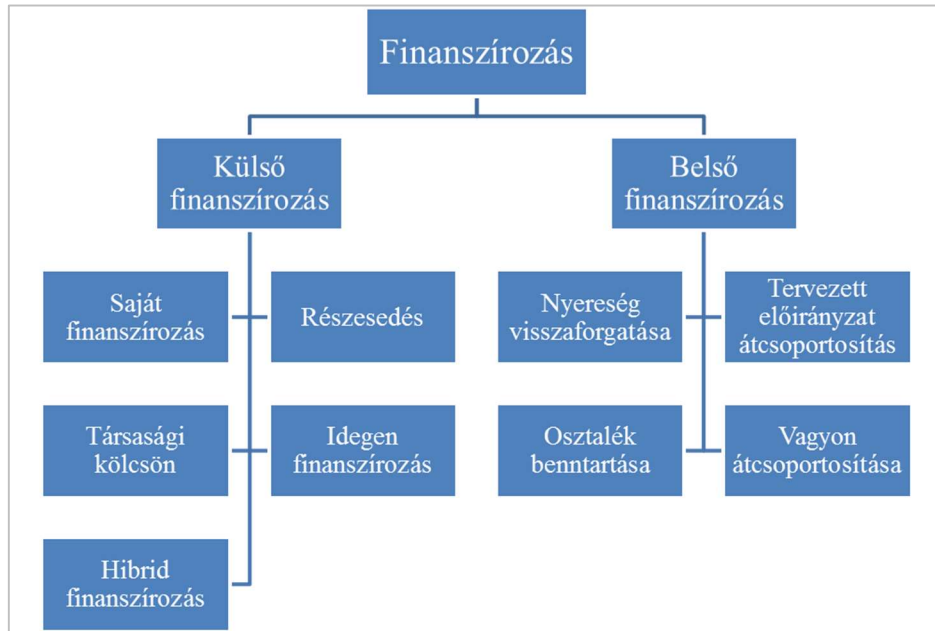


Forrás: Saját szerkesztés

A pótlólagos tulajdonosi tőkét és a hitelforrásokat együttesen külső forrásoknak nevezzük. A belső forrásból történő finanszírozás forrása a vállalkozás által az adott évben megtermelt nyereség, mérleg szerinti eredmény. A nyereség egy részét a vállalkozás kifizetheti osztalékként a tulajdonosok számára, ennek relatív mértékét az osztalékfizetési ráta mutatja meg. A nyereség fennmaradó részét a vállalkozás visszaforgatja és eszközei bővítésére fordítja. Ez az összeg elsőként az eredménytartalékba kerül. A nyereség visszaforgatásának mértékét az újrabefektetési ráta adja meg.

Drukarczyk és Lobe (2014) a belső források (belső finanszírozás) közé sorolja a tervezett előirányzat átcsoportosítást, valamint a vagyonszerzés általi finanszírozást is (lásd 2. ábra).

2. ábra: A finanszírozási lehetőségek csoportosítása
 Figure 2. Distribution of financial opportunities



Forrás: Drukarczyk és Lobe (2014: 32)

A hosszú lejáratú hitelforrások közé tartoznak a hitelintézetek által nyújtott beruházási hitelek, illetve a más (gyakran kapcsolt) vállalkozásoktól kapott kölcsönök. Ugyancsak ide sorolandók a vállalkozás által kibocsátott vállalati kötvények, mint hosszú lejáratú, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok. Csubák (2014) külső finanszírozás esetén megkülönböztet piaci és nem-piaci forrásokat is (lásd 1. táblázat).

1. táblázat: Vállalatfinanszírozási források csoportosítása
 Table 1. Grouping of corporate financial sources

		Saját tőke	Hitel- és eszközalapú finanszírozás
Külső finanszírozás	Piaci	Kezdőtőke saját megtakarításból	Tagi kölcsön Vállalati nyugdíjalapok
		Visszatartott működési jövedelem Eszközértékesítés Eszközstruktúra átrendezése Üzemi cash-flow finanszírozás Felszabaduló cash-flow	Kötvénykibocsátás Bankhitel- és kölcsön Egyéb hitelek- és kölcsönök Lízing Szállítói hitel Vevői előleg Mezzanine-hitel

			Factoring, forfetírozás
	Nem piaci	Vissza nem térítendő állami támogatás Befektetés állami alapokból	Támogatott hitelek Garanciavállalás Adókedvezmények

Forrás: Csubák (2003)

Hitelfinanszírozás esetén gyakori a források az alapján történő megkülönböztetése is, hogy a hitelviszony értékpapír formájában is megtestesül-e. Az értékpapír-alapú finanszírozás egyik előnye lehet a forgathatóság és átruházhatóság, mely nagyobb likviditást biztosít, és ezáltal a befektetők részéről akár alacsonyabb elvárt hozamot is eredményezhet. Ugyancsak előny lehet, amennyiben a forgathatóság okozta nagyobb likviditás miatt akár több potenciális befektető (finanszírozó) forrásai is elérhetővé válnak, mely sajátosság a nagyobb piaci verseny miatt ugyancsak alacsonyabb forrásköltséget okozhat.

2. A HITELFINANSZÍROZÁS PÉNZÜGYI KOCKÁZATAI: A KAMATLÁBKOCKÁZAT

Amennyiben a vállalkozás hitelforrások bevonása mellett dönt, fontos annak tudatosítása is, hogy ezáltal pénzügyi kockázatokat is „keletkeztet”, más szóval a vállalkozás bizonyos pénzügyi kockázatoknak való kitettsége növekedni fog. A hitelfinanszírozás legfontosabb pénzügyi kockázatai közé sorolandó az árfolyamkockázat, a kamatláb kockázat és a hozamkockázat. Pénzügyi hatásait tekintve a jelzett kockázatok realizálódása elsősorban a vállalati cash-flow változásán keresztül csapódik le (hosszú távon mindenképpen), de akár vagyontárolást is okozhat (ilyenkor a vállalkozás kötelezettségeinek értéke változik meg). A továbbiakban a jelzett kockázatok közül terjedelmi okok miatt a kamatláb kockázat elemzésére koncentrálnunk.

Kamatláb kockázat alatt a hitel névleges kamatlábjának változása miatt keletkező kockázatot értem, mely a törlesztőrészlet változásán keresztül jelentkezik. Fontos, tehát hogy a kamatláb kockázat kizárólag ceteris paribus értelmezhető (a törlesztőrészlet nagyságára számos egyéb tényező is hat). Kamatláb kockázat tehát kifejezetten változó kamatozású hitelek esetén jelentkezhet. A hitelfelvevő számára tehát lényeges kérdés, hogy a névleges kamatláb változása hogyan változtatja meg majd a törlesztőrészlet nagyságát. Ennek mérésére célszerű a kamatláb-rugalmasságot és a relatív kamatláb-rugalmasságot használni.

A kamatláb-rugalmasság az alábbi módon számolható ki:

$$m(k\%)_J = \frac{dC_J}{dk} / 100$$

ahol C_J a hitel pénzáramlását az időben leíró függvény, k pedig a hitel névleges kamatlába

A relatív kamatláb-rugalmasság képlete a következő:

$$\varepsilon(k)_J = \frac{dC_J}{dk} / C_{J(0)} = m_J / C_{J(0)}$$

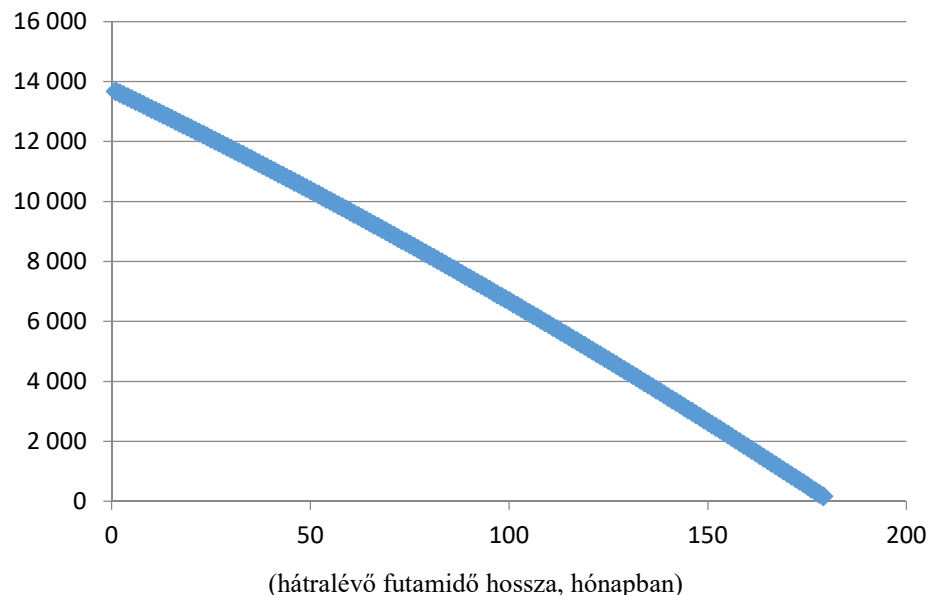
ahol $C_{J(0)}$ a J-edik időponthoz tartozó (korábbi) törlesztőrészlet nagyságát mutatja.

A kamatláb-rugalmasság megmutatja, hogy a hitel névleges kamatlábjának egy százalékponttal történő változása a hitel törlesztőrészletét mennyivel változtatja meg, míg a relatív kamatláb-rugalmasság ugyanezen változás hatását az induló törlesztőrészlet százalékában (arányában) adja meg.

A kamatláb-kockázat mértékét befolyásolja a hitel még hátralévő futamideje, a kamatperiódus hossza és az induló kamatláb nagysága is. A kockázat mértéke ezen felül attól is függ, hogy a hitel visszafizetése milyen hiteltörlesztési konstrukció keretében történik. Ez utóbbi a gyakorlatban leginkább annuitásos jellegű, ill. előfordul még az egyenletes tőketörlesztésű konstrukció is. A továbbiakban egy gyakorlati példán keresztül szeretném szemléltetni a kamatláb-kockázatot befolyásoló tényezők hatását azoknak az említett mutatószámokkal történő számszerűsítése (kvantifikálása) segítségével.

Kiindulásként tekintsünk egy 25 millió Ft összegű hitelt, havi kamatperiódussal és 6% induló éves kamatlábbal. A futamidő hossza legyen 15 év. A jelzett hitelt mind az annuitásos, mind pedig az egyenletes tőketörlesztésű konstrukció keretében is elemezni fogjuk. A továbbiakban kizárólag a névleges kamatláb 1 százalékpontos változásának hatását vizsgáljuk.

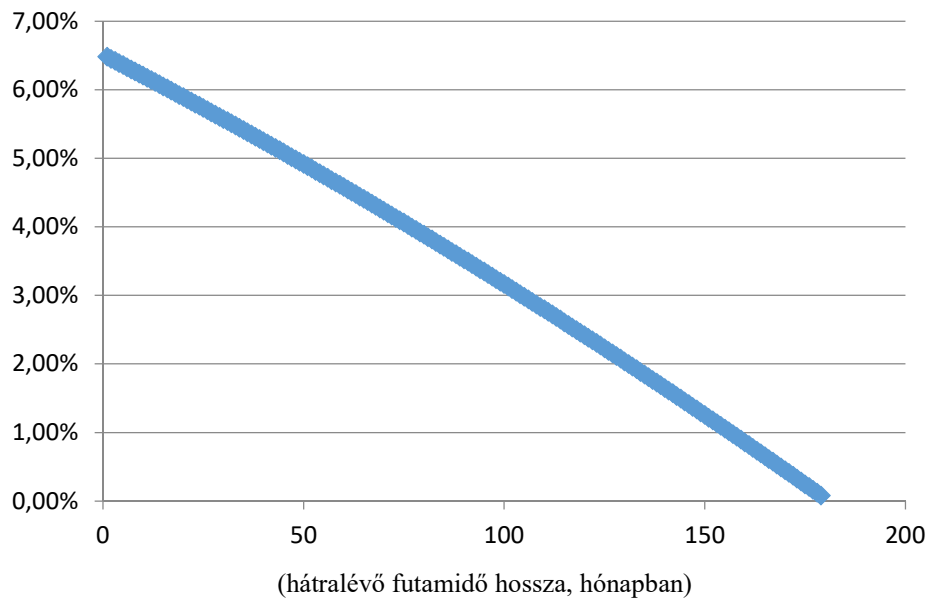
3. ábra: A kamatláb-rugalmasság alakulása annuitásos hitel esetén
Figure 3. The evolvement of interest-rate elasticity in case of annuity loan



Forrás: Saját szerkesztés

Annuitásos hitel esetén a hátralévő futamidő függvényében a kamatláb-rugalmasság és a relatív kamatláb-rugalmasság értéke a 3. és 4. ábrán látható módon alakul. Mint a 3. ábrán is látható, az induló, kb. 211 ezer forintos havi törlesztőrészlet változása értelemszerűen akkor a legnagyobb (kb. 16.000 Ft/hó többlet), ha az 1 százalékpontos kamatlábváltozás a futamidő elején következik be. Látható, hogy a hátralévő futamidő csökkenésével a kamatláb-kockázat jelen esetben közel lineárisan csökken a kamatláb-rugalmasság mérőszáma alapján. Ugyanez a tendencia látszik a relatív kamatláb-rugalmasság értékének alakulásában (itt kb. 6,5%-ról indul a változás nagysága). Megjegyzendő ugyanakkor, hogy a kifejezés hagyományos közgazdasági értelmezését használva a törlesztőrészlet kifejezetten „rugalmasan” reagál a névleges kamatláb változására.

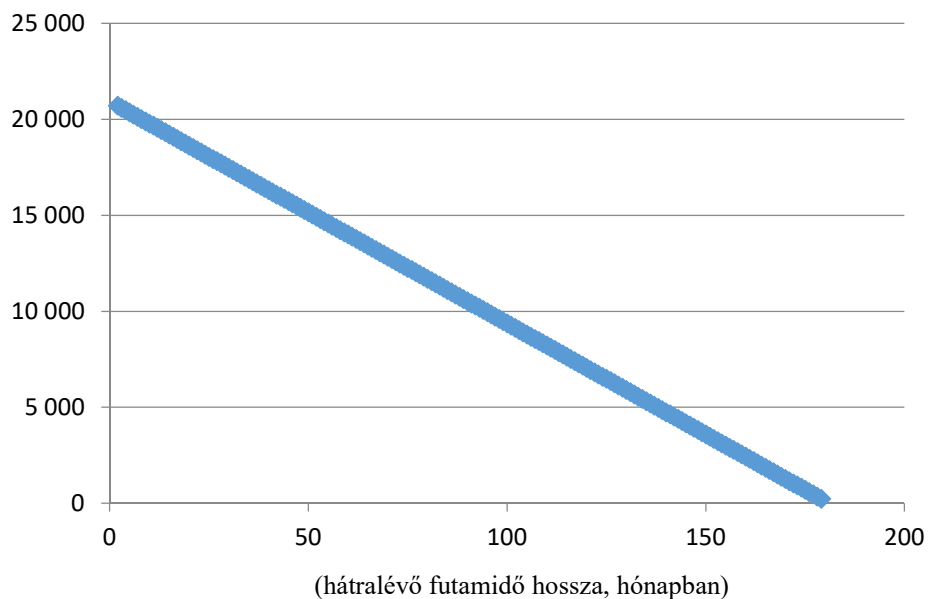
4. ábra: A relatív kamatláb-rugalmasság alakulása annuitásos hitel esetén
Figure 4. The evolvement of relative interest-rate elasticity in case of annuity loan



Forrás: Saját szerkesztés

Ezt követően megvizsgáltuk, hogy a másik népszerű hitelkonstrukció, az egyenletes tőketörlesztésű hitel esetén hogyan alakul a kamatláb-kockázat értéke, illetve hogyan befolyásolja ezt a hátralévő futamidő. Az összehasonlítást ugyanakkor nehezíti, hogy ebben az esetben az induló (kamatláb-változás előtti) törlesztőrészlet értéke sem állandó (hanem a hátralévő futamidő előrehaladtával lineárisan csökken). Mint az 5. ábrán is látható, ebben az esetben is lineárisnak tűnő kapcsolat van a törlesztőrészlet növekedése és a hátralévő futamidő között, bár a növekedés mértéke nagyobb az annuitásos hitelhez képest.

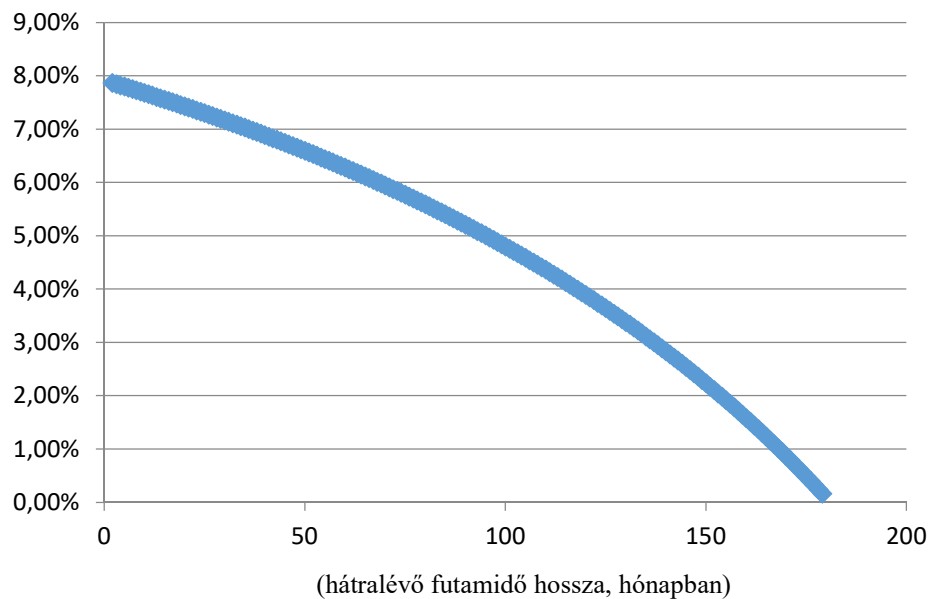
5. ábra: A kamatláb-rugalmasság alakulása egyenletes tőketörlesztésű hitel esetén
Figure 5. The evolvement of interest-rate elasticity in case of constant payment loan



Forrás: Saját szerkesztés

A relatív kamatláb-rugalmasság értéke ugyanakkor már nem lineárisan alakul, hanem – mint a 6. ábrán is látható – exponenciálisan csökkenő trendet mutat. Amennyiben a kétféle hitelkonstrukció kamatláb-kockázatát a kamatláb-rugalmasság és a relatív kamatláb-rugalmasság mérőszáma segítségével vizsgáljuk megállapítható, hogy a vizsgált hitel esetén az egyenletes tőketörlesztésű hitel kamatláb-kockázata mindig magasabb, mint az annuitásosé, függetlenül attól, hogy a kamatláb változása a futamidő melyik jövőbeli időpontjában következik be.

6. ábra: A relatív kamatláb-rugalmasság alakulása egyenletes tőketörlesztésű hitel esetén
Figure 6. The evolvement of relative interest-rate elasticity in case of constant payment loan



Forrás: Saját szerkesztés

3. ÖSSZEGZÉS, JAVASLATOK

Egy üzleti vállalkozás beruházásainak finanszírozása többféle forrástípus bevonásával, azok számos kombinációja révén lehetséges. A hitelfinanszírozás módjáról, a tőkeszerkezetről való döntést és a finanszírozást ezért mindig komplex módon, az egyes lehetséges alternatívák előnyeinek, hátrányainak összevetése révén kell meghozni, szem előtt tartva, hogy a hitelforrások bevonása csak egy az alternatívák közül.

A hitelfinanszírozás során nem szabad elfeledkeznünk az azzal járó pénzügyi kockázatokról, azok kezeléséről, menedzseléséről sem. A hitelfinanszírozás során fellépő pénzügyi kockázatok közül az egyik legjelentősebb a kamatláb-kockázat, melynek mértékét legegyszerűbben a kamatláb-rugalmasság és a relatív kamatláb-rugalmasság mérőszáma segítségével számszerűsíthetjük.

Az egyes hitelkonstrukciók kamatláb-kockázatának összehasonlítása során a vizsgált hitel vonatkozásában megállapítható volt, hogy az egyenletes hitel kamatláb-kockázata mind a kamatláb-rugalmasság, mind pedig a relatív kamatláb-rugalmasság mérőszáma alapján magasabb volt, mint az annuitásos hitelé, függetlenül attól, hogy a hátralévő futamidő melyik jövőbeli időpontjában is következik be a hitel névleges kamatlábjának változása. Az egyes hitelkonstrukciókról való döntés során – a pénzügyi kockázatok mérlegelésekor – célszerű tehát ezt a sajátosságot is figyelembe venni.

KÖSZÖNETNYILVÁNÍTÁS

A tanulmány az EFOP3.6.1-16-2016-00017 számú projekt keretében készült.

IRODALOMJEGYZÉK

- Csubák T. K. (2003) *Kis- és középvállalkozások finanszírozása Magyarországon*. PhD.-értekezés
- Drukaczyk, J. – Lobe, S. (2014) *Finanzierung*. UVK Verlagsgesellschaft GmbH, 11. Auflage, München
- Kovács G. (2009) *Pénzügyi tervezés*. Universitas-Győr Kht., Győr
- Walter Gy. (2014) *Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban*. Alinea Kiadó, Budapest, 24-42. o.