

Kockázati tőke a vállalkozás finanszírozásában*

Az árucikként megjelenő társasági tulajdonrész kelendőségének alakulása több tényezőtől is függ. Ilyen tényezők mindenképpel a következők:

A részvényvásárlók indítékai és a vállalkozás jövedelemtermelő képessége

A kockázati tőkésnek, midőn a majdani tőke kivonás lehetőségeit mérlegeli, az egyik legfontosabb tényezőként fel kell mérnie, hogy a pénz- és a tőkepiac mely szegmenseiből, a pénztulajdonosok milyen csoportjaiból kerülhetnek ki a társaság részvényeinek lehetséges vevői.

A pénztulajdonosokat különféle indítékok, megfontolások hajtják abban, hogy megvásárolják bizonyos társaságok részvényeit. Ezek közül az indítékok közül az egyik legfontosabb és leggyakoribb – bár semmiképpen sem egyedüli – az a törekvés, hogy a megvásárolt részvényt jövedelemre tegyenek szert. Ennek a jövedelemnek a forrása lehet a cég által megtermelt nyereségből a részvényre jutó osztalék, és úgyszintén lehet a részvény értékének emelkedéséből származó tőkenyereség. Vannak természetesen sajátos összefüggések és megfontolások, amelyek mentén egy-egy pénztulajdonos kialakítja a maga döntését arra vonatkozóan, hogy a befektetéseit irányító elvárásaiban vajon a cégtől várható rendszeres osztalékot, vagy a cég részvényeinek árfolyam-emelkedéséből származó tőkenyereséget részesíti előnyben.

Jóllehet aligha lehetne azt állítani, hogy minden olyan pénztulajdonos, aki részvényt vásárol, valóban mindenkor tudatosan végiggondolja, sőt még szakszerűen

elemzi is, hogy az adott esetben vajon az osztalék vagy az árfolyam-emelkedésen elérhető tőkenyereség igénye áll-e az elvárásai középpontjában, bizonyos jellegzetes típusok szerinti csoportosítás azonban mindenképpen valóság-hű képet kínál. Ezek közül itt a leginkább jellemzőekként és ezzel a legfontosabbaként az alábbiakat emeljük ki:

● Az árfolyam-emelkedésre spekulálók

A potenciális befektetőknek számottevő hányada spekulációs céllal vásárol részvényt. Ezek kifejezetten és egyértelműen azt várják, hogy részvényeik árfolyama számottevően és lehetőleg gyorsan emelkedni fog. Ők tehát az ilyen befektetéseikben azt a célt követik, hogy a várt árfolyam-emelkedés bekövetkezése esetén, annak köszönhetően jelentős tőkenyereséget érjenek el. Ennek megfelelően az ő számukra az osztalék alapvetően nem lehet elegendő arra, hogy beteljesítse a részvényvásárlás mögött álló elvárásaikat, mivel abból – igencsak ritka kivétellektől eltekintve – rövid távon csak sokkal szerényebb jövedelem származhat, mint egy gyors és erőteljes árfolyam-emelkedésből. A spekulációs céllal vásárló pénztulajdonosok tehát az olyan cégek részvényeit keresik, amelyekben látják, vagy látni vélik: jó esélye van annak, hogy a részvények árfolyama gyors és jelentős mértékű növekedést ér el.

● Az osztalékjövedelmet keresők

A részvények vásárlóiként számításba jöhető befektetők egy másik típusát alkotják az olyan pénztulajdonosok, akiknek a vásárlásai mögött az az igény áll, hogy a részvény tulajdonlása révén folyamatos jövedelemre tegyenek szert. Tipikus példa erre az olyan kisbefektető, „kisember”, aki azzal a céllal fekteti megtakarításait vagy éppen esetleges rendkívüli jövedelmét részvénybe, hogy a továbbiakban részben egészben az ebből származó osztalékjövedelem segítségével finanszírozza életvitelét. Magától értetődik, hogy az ilyen befektető is szívesen

”

**A pénztulajdonosokat
különféle indítékok,
megfontolások hajtják
abban, hogy megvásárolják
bizonyos társaságok
részvényeit.**

**Ezek közül az egyik
legfontosabb az a törekvés,
hogy a megvásárolt
részvényt jövedelemre
tegyenek szert.**

”

* Részlet a szerző – a közgazdaság-tudomány kandidátusa – azonos című könyvéből. Kiadta a CO-NEX Kft. (1996)

fogadja, ha a tulajdonában lévő részvények értéke megnövekszik, ez azonban az esetek jelentős hányadában majdnem annyira holt tőke a számára, mint az, ha megnövekszik annak a lakásnak az értéke, amelyben él – annyiban mindenesetre, hogy akárcsak a lakása esetében, a részvénye megnövekedett értékéhez is csak úgy juthatna hozzá, ha azt áruba bocsátaná. A részvényvásárlóknak ebbe a típusába tartozók vásárlásaik révén mindenekelőtt folyamatos jövedelmet igyekeznek ilyenként biztosítani maguknak.

● *A szakmai befektetők*

Teljesen eltérő indíttatással vásárol részvényt a befektetőknek az a csoportja, amelynek célja, hogy a részvények birtokában megszerezze a vállalkozás irányítását. Ők az úgynevezett szakmai befektetők közé sorolhatók. Ez az előbbi kettőtől merőben különböző műfaj. Az idetartozókat az is megkülönbözteti az előző két típusba sorolhatóktól, hogy a lehetséges befektetők közötti számarányuk, a részvényvásárlóként való megjelenésük gyakorisága az átlagot tekintve sokkal kisebb, mint amazoké. (Megjegyzést érdemel, hogy végső soron a részvényvásárlóknak ebbe a típusába sorolható maga a kockázati tőke is.)

● *A szerencsejátékosok*

Vannak természetesen itt is szerencsejátékosok, akik egészen más megfontolások alapján döntenek el, hogy mibe fektetnek pénzt. Az ő megfontolásaik a valós és a képzelt támpontok rendkívül széles választékára támaszkodhatnak, és így teljességgel kívül esnek azokon a gazdasági összefüggéseken és azon a gazdasági logikán, amely a vállalkozások finanszírozásában meghatározó szerephez jut. Nem célunk és – szerencsére – nem is feladata ennek az elemzésnek, hogy ítéletet alkossunk arra nézvést, vajon mennyire tekinthetők megalapozottnak vagy ésszerűnek azok a megfontolások, amelyek mentén ezek a pénztulajdonosok döntenek a befektetéseikről. Annyi bizonyos, hogy bár – a saját logikájuk alapján – véletlenszerűen ők is megjelenhetnek a kockázati tőke által megvételre kínált részvények vásárlói között, velük, mint a részvények felvevőpiacának lehetséges szegmensével a kockázati tőke komolyan aligha számolhat.

A kockázati tőke által kínált részvények potenciális vásárlói és elvárásai

Mindez egyben azt is jelenti, hogy a nagy számok törvényét tekintve a kockázati tőkék által eladásra felkínált társasági tulajdonrészek potenciális vásárlóinak a nagyobb hányada az itt vázolt első két típusba tartozók közül kerül ki.

Azoknak az elvárásoknak, amelyek alapján a potenciális részvényvásárlóként számításba jöhető pénztulajdonosok itt bemutatott három típusa közül az első kettőbe tartozók végül is kialakítják a maguk

befektetési döntését, közös jellemzője, hogy nagyon erőteljesen kötődnek az esetleges befektetési célpontot jelentő vállalkozás jövedelemtermelő képességéhez. Ha áttekintjük azokat a gazdasági összefüggéseket, amelyek e kötődés hátterében állnak, a leglényegesebbek az alábbiakban összegezhetők:

Azoknak a pénztulajdonosoknak a nagy hányada, akik a részvényvásárlás révén annak esélyét keresik, hogy a továbbiakban növekszik a részvény árfolyama és ők ezáltal tőkenyerességhez jutnak, befektetési döntésük kialakításakor nyilvánvalóan azt vizsgálják, hogy a szóban forgó cég esetében mekkora ennek a valószínűsége. Ismeretes ugyan, hogy eddig senki sem tudott még általános érvénnyel egyértelmű és főként a gyakorlat által is igazolt választ adni arra, valójában milyen közgazdasági vagy egyéb ok-okozati összefüggések, milyen mechanizmusok határozzák meg az egyes részvények tőzsdei árfolyamának alakulását. Így az sem állítható, hogy egyértelmű és mindenkor meghatározó erejű kapcsolat lenne a cég üzletmenetének és részvényei árfolyamának alakulása között – bár ennek a részvényvásárlóként számításba jöhető pénztulajdonosok egy számottevő részében talán nincs is egészen tudatában. Mindenképpen igaz azonban, hogy azok a pénztulajdonosok, akiknek vásárlási indítékait most boncoljuk, olyan vállalkozást keresnek befektetési célpontként, amely láthatóan tartósan is jó jövedelemtermelő képességet tud felmutatni. Ennek több oka is lehet, nevezetesen:

– Mindenekelőtt a tartósan is jó jövedelemtermelő vállalkozások képesek olyan fejlesztéseket megvalósítani, amelyeknek köszönhetően növekedhet a cég értéke, és vele emelkedhet részvényeinek árfolyama.

– Az előzőekben vázoltak ellentétjeként, ha nem kielégítő a vállalkozás jövedelemtermelő képessége, ez olyan gazdálkodási nehézségekbe sodorhatja a céget, amelynek jegyei a külvilág felé is megmutatkozhatnak. Ez már előidézheti azt is, hogy a cég részvényeinek tulajdonosai jelentős számban igyekeznek megszabadulni részvényeiktől, ami további riasztó – de legalábbis óvatosságra intő – jelzéseket adhat a részvényt piacnak. Ha ezek a jelzések akár közvetlenül, akár a gazdasági elemzők feldolgozásában elérnek a részvények potenciális vásárlóihoz, akkor ez az árfolyam csökkenését, esetleg esését eredményezheti.

– Fentebb már vázoltuk, hogy milyen tájékoztatást kötelesek adni gazdasági helyzetük és eredményeik alakulásáról a tőzsdére bevezetett cégek. Elégé magától értetődő, hogy ha egy vállalkozás ilyen jelentései rendre a kevéssé sikeres üzletmenetről árulkodnak, akkor annak részvényei iránt aligha lesz akkora kereslet, amely felhajthatná az árfolyamukat.

– Az árfolyam várható alakulását tekintve célszerűen számolni kell azzal is, hogy – amint arra már korábban utaltunk – a részvénytulajdonosok jelentős hányada többé-kevésbé folyamatosan összehasonlítja a befektetésből származó jövedelmét, illetve vagyonnövekményét azzal a jövedelemmel, illetve vagyonnövekménnyel, amelyet feltehetően elérhetne, ha a tőkét

nem a szóban forgó befektetésben kamatoztatná. Ha a vállalkozás jövedelemtermelő képessége rossz, és ennek következtében ez az összehasonlítás rendszeresen azt jelzi, hogy a befektetés hozama számottevő mértékben elmarad a másutt elérhető befektetési lehetőségek hozamától, akkor ezek a részvénytulajdonosok előbb-utóbb számottevő mértékben igyekeznek kivonni a vállalkozásból az ott nem kielégítő módon kamatozó tőkájüket, és ennek eszközeként piacra dobni részvényeiket. Ennek eshetősége ismét azt a veszélyt hordozza magában, hogy az így megjelenő kínálat hatására akár igen jelentős mértékben is eshet a részvények árfolyama, és ezt a tendenciát még tovább is erősítheti a kínálatban rejlő üzenet és különösen a mögötte felsejlő okokban érezhető fenyegetés.

Az osztalék és a jövedelemtermelő képesség kapcsolata

A tévedés veszélye nélkül állítható, hogy az előzőekben vázoltaknál is érzékenyebb a jövedelemtermelő képesség alakulására azoknak a befektetési döntése, akik a részvényvásárlásban a folyamatos jövedelem megszerzésének eszközét keresik. Aligha vitatható, hogy az úgynevezett kisorosztályosok többsége nem rendelkezik azzal a felkészültséggel, hogy alapos és mélyreható gazdasági elemzéseket végezzen, és ennek segítségével tárja fel a szóban forgó vállalkozás tevékenységének és gazdálkodásának erős és gyenge pontjait. Sok közülük minden valószínűség szerint arra sem képes, hogy saját elemzései révén feltárja, mikor származik a cégtől jövő osztalék az ott ténylegesen megtermelt jövedelemből és mikor a cég vagyonának – a nehézségek leplezését is szolgáló – feléléséből. Mindemellett egészen bizonyosnak tekinthető, hogy ha a vállalkozás jövedelemtermelő képessége nem kielégítő, ezt előbb-utóbb megérik a nekik jutó osztalékon, vagy akár már hamarabb, más módon megtudják azok a részvényesek, akik kifejezetten csak jövedelemforrásnak tekintik és ezért tartják részvényüket. Az ő szempontjukból tehát a számítás viszonylag egyszerű, és a következőképpen alakul:

Bizonyos különleges típusú részvényektől eltekintve a részvénytulajdonos semmilyen garanciát sem kap arra nézve, hogy a részvény tulajdonlásának köszönhetően osztalékhoz is jut. Magának kell felmérnie annak esélyeit, hogy osztalékhoz jut, vagy hogy akár tartósan is elesik ettől. Az ehhez szükséges előrelátásban felkészültsége, meggyőződése vagy ízlése szerint támaszkodhat a tőzsdei árfolyamok alakulására, a cégek jelentéseiben foglaltakra, a gazdasági elemzők véleményére, a gazdaságban keringő hírekre, vagy éppen a csillagok állására. Annyi azonban bizonyos, hogy ha a vállalkozás üzletmenetének és eredményeinek alakulása nem valószínűsíti, hogy az a továbbiakban elegendő jövedelmet termel ahhoz, hogy vagyonának felélése nélkül tudjon osztalékot

fizetni, akkor ez nem olyan cég, amelybe a folyamatos jövedelmet igénylő pénztulajdonosnak célszerű befektetnie a pénzét. Ha vásárlási döntés előtt áll, akkor nem ennek a cégnek a részvényét veszi, ha pedig már van ilyen részvénye, akkor azt inkább eladni igyekszik. Mindkét döntés a tendenciát tekintve inkább lefelé mozdítja a szóban forgó részvények árfolyamát.

● A P/E mutató

Ugyancsak a részvény mögött álló vállalkozás jövedelemtermelő képességéhez kötődik a részvényeknek az a jellemzője, amelyet az elemzők és velük az ő véleményükre figyelő befektetők jelentős hányada a befektetési lehetőségek értékelésének egyik fontos zsinórmértékeként kezel, és annak ezért megkülönböztetett figyelmet szentel. Ez az úgynevezett P/E mutató. Elnevezése az angol nyelvű szakirodalom terminológiájából származik, és a jelentése Price/Earnings (ár/hozam).

A P/E mutató az egy részvény árának és a vállalkozás egy részvényre eső gazdasági eredményének a hányadosa, és mint ilyen azt jelzi, hogy milyen a cégben lévő befektetés fajlagos hozamának a nagysága a mérés – az adatfelvétel – időpontjában. Túl azon, hogy ez a viszonyszám már önmagában is nagyon sokat elárulhat, a P/E mutató nagyon jó szolgálatot tehet a befektetni szándékozó pénztulajdonos számára azzal is, hogy összehasonlítási alapként kínálkozik a befektetési döntések megalapozásában. Sohasem szabad szem elől téveszteni, hogy az elérni remélt hozam nagysága ugyan rendkívül fontos tényezője a befektetési döntéseknek, ám még így sem szabad olyanként kezelni, mint amely minden más mérlegelési szempontot háttérbe szoríthat. Így például egyebek közt szintúgy különösen nagy gazdasági jelentőségű döntési tényező annak mérlegelése, hogy vajon mennyire ígérkezik biztonságosnak a befektetés, mennyiben fenyegethet annak a veszélye, hogy egy előre nem látott fordulat következtében részben vagy egészében oдавешzhet az abba fektetett tőke. Ennek figyelembevétel mellett a P/E mutató egyaránt alkalmas lehet arra, hogy segítségével – és ugyanakkor az egyéb, az adott esetben ugyancsak meghatározó jelentőségű tényezők megfelelő mérlegelésével – a befektetni szándékozók összehasonlítsanak és ekként versenyeztessenek egymással megvásárolható részvényeket, vagy éppen azt vizsgálják, hogy a befektetés várható fajlagos hozamát tekintve mi ígérkezik jobbnak: a megvásárlásra kínált részvény, vagy valamely más, előttük szintúgy nyitva álló befektetési lehetőség.

● A befektetési kockázat és a potenciális vevő hozamelvárásai

Mind ehhez kézenfekvő példaként igen jól rávilágít a P/E mutató gazdasági tartalmára, ha összevetjük a betéti kamatlábbal, amint azt a pénztulajdonosok igen jelentős hányada – az egyik sokatmondó mérlegelési szempontként – nyilvánvalóan meg is teszi. Egy vállalkozásban való részvételnek számos kü-

lönféle indítéka lehet, azonban ha csak a befektetett tőke hozamának mértékét és azzal annak megtérülését vizsgáljuk, úgy üzleti szempontból az semmiképpen sem tekinthető vonzónak mindaddig, amíg elegendő mértékben meg nem haladja a betéti kamatlábat, illetve a kockázatmentes értékpapírok hozamát.

Az, hogy egy-egy cég részvényei esetében milyen várható hozam mutatkozhat a potenciális befektető szemében elegendően nagy ahhoz, hogy az már indokoltta teheti, hogy a pénzt az adott vállalkozásba fektesse be, igen nagy mértékben függhet attól, hogy a szóban forgó vállalkozás mennyire látszik kockázatosnak, azaz milyen az előre és főként megnyugtató megbízhatósággal becsülhető valószínűsége annak, hogy a befektető ténylegesen is tartósan hozzájut ehhez a hozamhoz. Az ebben érvényesülő arányok itt első és nem is rossz közelítésként olyaténként jellemezhetők, hogy amennyivel magasabb a vállalkozásba történő befektetés kockázata az egyéb, legkevésbé kockázatos és emellett legjobban fizető befektetés kockázatánál, legalább annyival kell magasabbnak lennie a vállalkozás várható hozamának. Ez ugyanakkor nyilvánvalóan csak bizonyos tendenciát jelöl, és sajnálatos módon nem szolgál matematikailag is egzakt összefüggés alapjául. Semmiképpen sem vitatható azonban, hogy ez a megfontolás az esetek igen nagy hányadában a döntési tényezők fontos elemét alkotja, midőn a pénztulajdonos – potenciális befektetőként – a várható hozamok és a fenyegető kockázatok szempontjából mérlegeli az egymással versengő befektetési lehetőségeket, és összehasonlítja azokat. Ismételten is hangsúlyozni kell azonban, hogy mellette, a konkrét ügylet körülményeinek és feltételeinek megfelelően, további tényezőket is figyelembe kell vennie.

Az összehasonlítás alapja és korlátai

● *A tényleges választék*

Meghatározó jelentősége van annak, hogy a pénztulajdonos milyen választék alapján hasonlítja össze azokat a befektetési lehetőségeket, amelyek közül végül is kiválasztja majd azt, amelybe a tőkét ténylegesen befekteti. Magától értetődik, hogy a részvényvásárlás, a vállalkozásba történő befektetés alternatívájaként és így ahhoz összehasonlítási alapként csak az olyan egyéb befektetési lehetőségek szolgálhatnak, amelyek a pénztulajdonos előtt ténylegesen is nyitva állanak. Így például teljesen ésszerűtlen, sőt félrevezető lenne, hogy bármi olyan kötvény hozamát vegye összehasonlítási alapul, amely már nem kapható, vagy olyan egyéb befektetési konstrukcióét, amely már lezárult és abba ő már nem fektethet be.

● *A likviditás*

A lehetőségek összevetésénél a legfontosabb összehasonlítási szempontok közé tartozik az is, hogy a szóban forgó befektetés ténylegesen mennyire likvid,

vagyis a pénztulajdonos mennyiben számíthat arra, hogy – ha a szükség vagy a célszerűség azt diktálná –, abból bármikor ki tudja venni a befektetett tőkét. Magától értetődik, hogy minden pénztulajdonos számára az a helyzet az ideális, amelyben bármikor ki tudja vonni a pénzt – akár annak valamekkora részét, akár a teljes összeget – a befektetésből úgy, hogy ezzel őt nem éri veszteség, azaz kizárólag az ő döntésétől függ, hogy meddig tartja pénzt a szóban forgó befektetésben és mikor vonul ki abból. Ezzel és valójában kizárólag csak ezzel tudná megőrizni azt az ideális cselekvési szabadságot, hogy a tőkét mindig a számára legkedvezőbb – vagy ilyennek mutakozó – befektetési lehetőségekbe csoportosíthassa át.

Magától értetődik, hogy a tőke kivonás tényleges lehetőségének mérlegelésében kritikus jelentősége van annak, vajon kell-e kivonulással – annak áráként – a pénztulajdonosnak veszteséget elszenvednie. Ha a kivonulás következtében bármilyen számottevő veszteség érne akár olyan formában, hogy a befektetett tőkének egy része vész oda, akár úgy, hogy részben vagy egészben elveszíti azt a hozamot, amelyet a befektetése addig megtermelt neki, akkor ez a befektetés valójában már nem tekinthető likvidnek, és így nem is bírhat a valóban likvid befektetések értékével. Így például a tartósan lekötött betétek többnyire már nem felelnek meg ennek a követelménynek, azokat a pénztulajdonos – viszonylag ritka kivételektől eltekintve – már nem kezelheti valóban likvid befektetésként. Legalábbis annyiban nem felelnek meg a likviditás követelményének, hogy ha a betétes a lekötési idő letelte előtt kiveszi belőlük a pénzt, akkor ez rendszerint azzal jár, hogy elveszíti a betéti kamat többé-kevésbé jelentős hányadát. Általános szabályt ugyanakkor itt nem lehet felállítani, mivel egyrészt eleve mindig a konkrét betéti konstrukciótól függ, hogy ténylegesen mekkora ez a hányad, másrészt pedig a betéti kamat mértékétől függ, hogy mennyiben jelentős az így keletkező veszteség. A mérlegelés egyik jellemző tényezőjeként említhető itt, hogy ha a betéti kamat még a névleges mértékét tekintve is kifejezetten alacsony, akkor e kamat egy részének elvesztése csekélyebb veszteséget okoz, és így kevésbé is válhat akadályává annak, hogy a pénztulajdonos kivonja a betétben lekötött tőkét. A likviditás tényleges mértékét illetően, ezzel egyező megfontolások mentén, mérlegeléssel ítéltetők meg az egyéb olyan pénzügyi konstrukciók, amelyekben a pénztulajdonos hosszabb lejáratú időre helyezi el a tőkét. Ilyenek egyebek között a kötvények, a diszkont kincstárjegyek, a forgatott váltók és az egyéb, meghatározott lejáratú bíró értékpapírok. Mindezeket tekintve, a leginkább célratorőnek talán az a megközelítés tekinthető, amely szerint a lekötött tőke is likvidként kezelhető mindaddig, amíg azok a veszteségek, amelyek a lekötésből való felszabadításából következnek, elegendően kisebbek annál a hozamnál, amelyet az újbóli befektetésük kínál, ahhoz, hogy kifizetődő legyen a tőkét kivonni a lekötésből és újból befektetni.