

GAZDASÁG & TÁRSADALOM

Journal of Economy & Society

A TARTALOMBÓL:

Tino Bensch – Clemens Jäger – Tina Jäger - Henrik Holsiepe
Alternative Approaches of Corporate Valuation Methods
for Small and Medium Sized Enterprises

Eleonóra Marisová – Zuzana Ilkova – Tomáš Malatinec – Eva Lazarova
Ongoing reforms in public administration in Slovakia

Richard Resperger
Children in formal care between 2000 and 2010:
core indicators of child protection in selected CEE-countries

Juhász Lajos
A tőkemegtérülés vizsgálata a megtérülési követelményből levezetett
indikátoros-mutatók segítségével

Pataki László – Léglér Nikoletta
A tőkehelyzet és a tőkeszerkezet változása, s annak hatásai
a GYSEV Zrt. gazdálkodására

Molnár Csilla
Női munkavállalás az osztrák-magyar határ régióban

2013/1



SZÉCHENYI TERV

Gazdaság & Társadalom

Journal of Economy & Society

Megjelenik évente négy alkalommal
A kiadvány a TÁMOP - 4.2.2. B - 10/1 - 2010 - 0018. számú projekt keretében,
annak támogatásával valósult meg.

Főszerkesztő / Editor: Prof. Dr. Székely Csaba DSc

Főszerkesztő helyettes / Deputy Editor: Prof. Dr. Kulcsár László CSc

Szerkesztőbizottság / Associate Editors: Dr. Székely Csaba DSc, Dr. Fábíán Attila PhD, Dr. Joób Márk PhD, Dr. Kulcsár László CSc

Nemzetközi tanácsadó testület / International Advisory Board:

Prof. David L. Brown PhD (Cornell University, USA), Dr. Csaba László DSc (Közép Európai Egyetem, Budapest), Dr. Rechnitzer János DSc (Széchenyi István Egyetem, Győr), Dr. Nigel Swain PhD (School of History, University of Liverpool, UK), Dr. Caleb Southworth PhD (Department of Sociology University of Oregon, USA), Dr. Franz Schausberger PhD (Universität Salzburg, Österreich), Dr. Szirmai Viktória DSc (MTA Szociológiai Kutatóintézet, Budapest), Dr. Bóhm Antal DSc (MTA Politikai Tudományok Intézete, Budapest), Dr. Ingrid Schwab-Matkovits PhD (Fachhochschulstudiengänge Burgenland, Eisenstadt, Österreich), Dr. Bozidar Lekovic PhD (Faculty of Economics, Subotica, Serbia), Dr. Djerdji Petkovic PhD (Faculty of Economics, Subotica, Serbia).

Közlésre szánt kéziratok / Manuscripts: Kéziratokat kizárólag e-mailen fogadunk, nem őrzünk meg, s nem küldünk vissza!
A kéziratok formai és szerkezeti követelményeit illetően lásd a folyóirat hátsó belső borítóját. / *We accept APA (Harvard) style only.*

A kéziratokat és a közléssel kapcsolatos kérdéseket a következő e-mail címre várjuk: / *Send manuscripts and letters by e-mail only to: la.kulcsar@gmail.com*

A közlésre elfogadott kéziratok összes szerzői és egyéb joga a kiadóra száll. / *Acceptance of material for publication presumes transfer of all copyrights to the Publisher.*

A kéziratokat két független anonim bíráló értékeli. / *Articles are refereed by anonym reviewers before publication.*

Ismertetésre szánt könyveket az alábbi címre várjuk / Send books for review to:

Prof. Dr. Kulcsár László

Nyugat Magyarországi Egyetem Sopron Erzsébet. u. 9. 9400 Hungary

Előfizetés: Intézményeknek: 2800 Ft./év

Egyéni előfizetés: 1700 Ft./év

Példányonkénti ár: 700 Ft./dupla szám: 1400 Ft.

Nyomdai munkálatok / Printing: Palatia Kft.

H-9026 Győr, Viza u. 4.

ISSN 0865 7823

Copyright © 2013 Nyugat – magyarországi Egyetem Kiadó

Gazdaság & Társadalom

5. ÉVFOLYAM

2013.

1. SZÁM

TARTALOM

Table of Contents and Abstracts in English: See page 133

TANULMÁNYOK

Alternative Approaches of Corporate Valuation Methods for Small and Medium Sized Enterprises

Tino Bensch – Clemens Jäger – Tina Jäger – Henrik Holsiepe 3

Kockázatkezelés és biztosítás

Vértesy László 27

A tőke megtérülés vizsgálata a megtérülési követelményből levezetett indikátorok segítségével

Juhász Lajos 43

A tőkehelyzet és a tőkeszerkezet változása, s annak hatásai a GYSEV Zrt. gazdálkodására

Pataki László – Léglér Nikoletta 51

Children in formal care between 2000 and 2010: core indicators of child protection in selected CEE-countries

Richard Resperger 65

Ongoing reforms in public administration in Slovakia: How effective is the current one envisaged?

Eleonóra Marisová – Zuzana Ilková – Tomáš Malatínek – Eva Schultzová 83

Női munkavállalás az osztrák-magyar határ régióban

Molnár Csilla 99

Informális gazdasági magatartások és szívességi szolgáltatások egy interetnikus erdővidéki faluban

Kulcsár László - Varga Norbert - Obádovics Csilla 111

KÖNYVISMERTETÉS

Helyzetkép a magyar vidéki társadalomról

[Balázs Éva – Kovács Katalin (szerk) Többcélú küzdelem. Helyzetkép a kistérségi közoktatásról. OFI Budapest 2012. ISBN 978 963 682 709 0 ; Kovács Katalin – Váradi Mónika Mária (szerk) Hátrányban vidéken. Argumentum 2013. ISBN 978 963 446 682 6]

Kulcsár László 130

Table of Contents/Abstracts 133

A tőke megtérülés vizsgálata a megtérülési követelményből levezetett indikátos-mutatók segítségével¹⁸

Juhász Lajos¹⁹ PhD egyetemi docens

Nyugat-magyarországi Egyetem Közgazdaságtudományi Kar Sopron

ABSZTRAKT Az üzleti vállalkozásban a menedzserek számos döntést hoznak, melyek gazdasági események formájában jelennek meg és amelyeket a pénzügyi számviteli rendszer szigorú szabályok szerint rögzít. Ezt az adathalmazt információértékű erőforrásokká kell alakítani abból a célból, hogy segítségükkel a lekötött tőkére vonatkozó releváns döntések meghozhatók legyenek. A lekötött tőke a döntéshozatalban azért van fókuszban, mert egyrészt a piacon a hozamok tőkearányosan termelődnek, másrészt a források nyereségelvárásait is tőkearányosan képezik. A piacról becslhető hozam elvárások és az üzletmenet során ténylegesen keletkező hozamok nem tőkére vetített értékelése torz gazdasági döntések meghozatalára vezethet.

Jelen tanulmány a megtérülési követelményből levezetett releváns mutatók képzésének lehetőségeit ismerteti meg az Olvasóval.

KULCSSZAVAK Tőke megtérülés, gazdasági döntések, piac

Bevezetés

Egy üzleti vállalkozásnál a *menedzserek* egy gazdasági időszak alatt számos *döntést hoznak*, melyek *gazdasági események* formájában jelennek meg és kerülnek rögzítésre a cég elszámolási rendszerében. A *vezetői döntések sorozata* *eredőjeként* képezhető le egy adott időszak *gazdasági eredménye*, melyet a számviteli rendszer keretén belül kell kimutatni. A számviteli rendszer által rögzített és szigorú szabályok szerint kimutatott vállalkozási- illetve vállalati eredmény fontos *adathalmazt* jelent a döntéshozó számára, melyeket *információértékű erőforrásokká kell alakítani*, hogy segítségükkel a *releváns döntések* meghozhatók legyenek. Ennek a nehéz és nagy körülményt igénylő *transzformációs eljárásnak a módszertanát* kíséreljük meg az Olvasó elé tárni, melynek segítségével a vezetői döntések eredményeit objektívebben leképezhetjük.

Egy profitorientált üzleti vállalkozás tartós fennmaradása szempontjából a fókuszban két fontos tényező áll. Az egyik oldalon a *gazdálkodási tevékenységből*

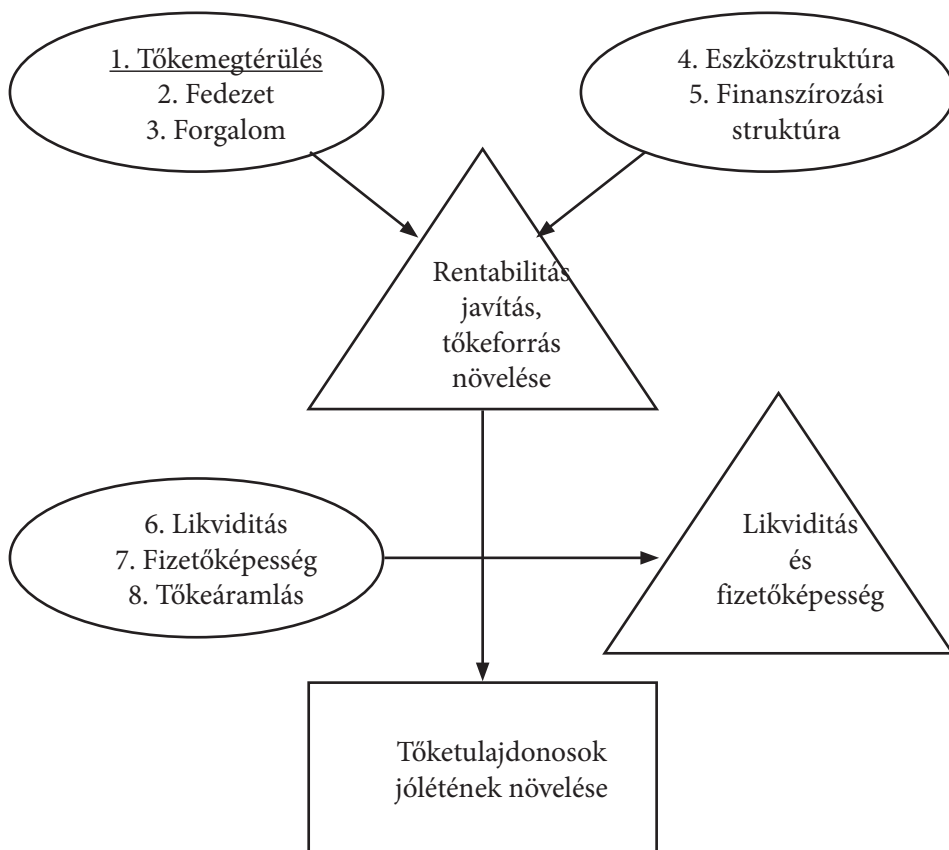
18 A tanulmány a TÁMOP - 4.2.2. B - 10/1 - 2010 - 0018. számú projekt keretében valósult meg

19 lajosjuhasz@ktk.nyme.hu

származtatható tőkeforrások növelése és a tartósan lekötött tőke megfelelő hozamának biztosítása áll, ami a *rentabilitás problémaköréhez* tartozik. A másik oldalon a cég likviditásának és a hosszú távú fizetőképességének fenntartása szerepel. Ez utóbbi kérdéskörrel jelen tanulmány nem foglalkozik.

McMahon (1985) vizsgálatai alapján a gazdálkodás sikertényezői nyolc csoportra oszthatók, melyekből a *tőkemegtérülés* kiemelkedően fontos szerepet tölt be, hiszen a cég működésből, *értékteremtő folyamataiból* származó tőkeforrás tartós fenntartása, tendenciaszerű növelése a vállalkozás túlélése érdekében létkérdés (1. ábra).

1. ábra Az üzletmenet sikerességét meghatározó tényezők



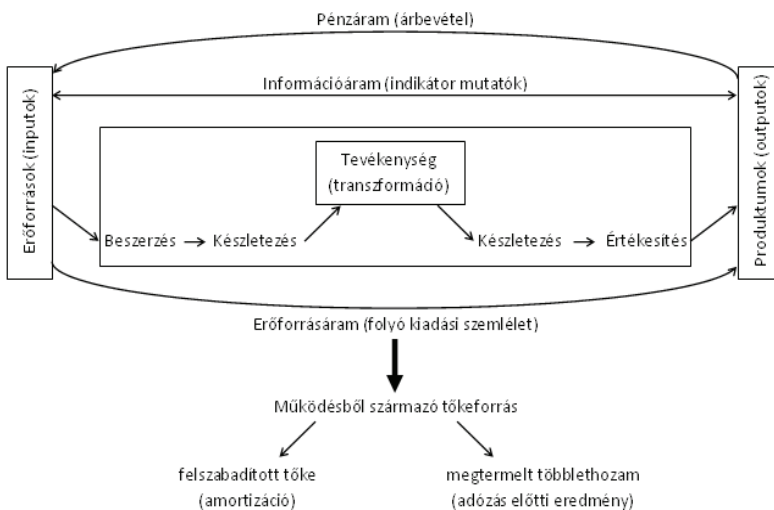
Forrás: McMahon alapján Juhász (2010)

Az 1. ábrán látható sikertényezők közül mi csak a tőkemegtérülés vizsgálatára szorítkozunk.

A tőke befektetésekor elsődleges szempont az, hogy a tartós tőkelekötéssel a lehető legnagyobb hozamot illetve a vállalkozás tevékenysége során a legnagyobb működésből származó tőkeforrást érjük el. Mellékesen megemlíthető, hogy napjainkban a profittömeg maximalizálásának elve önmagában nem elegendő, már csak a fizetendő nyereségadó csökkentés törekvése miatt sem.

A működésből származó tőkeforrás alatt a tevékenység érdekében lekötött tőke által felszabadított forrásnak és a megtermelt többlethozamnak az összegét értjük (2.ábra).

2. ábra Az értékteremtő folyamat (ÉFM) és tőkeforrásai



Forrás: Juhász saját szerkesztés

A 2. ábráról jól látható, hogy a cég az értékteremtés folyamatában felszabadított amortizáció és az adózás előtti eredmény együttes összegének nagyságában (működésből származó tőkeforrás) érdekelt.

A tőke megtérülés vizsgálatának elméleti háttere

A tőke megtérülés vizsgálata során jó kiindulópontnak tekinthető a tartósan lekötött tőke után realizált hozamok nagysága, melyből a cég tényleges rentabilitása jól becsülhető. A tőke megtérülés mérésére használt leggyakoribb kifejezőképes – a megtérülési követelményből levezetett (Illés, 2008) – mutatók az 1. táblázatban tanulmányozhatók.

1. Táblázat Tőkemegtérülés indikátormutatói

Mutató megnevezése	Kiszámítási módja
Össztőkearányos EBIT ráta (össztőke megtérülése)	(adózás előtti eredmény + fizetendő kamatok) / átlagos tőkeérték * [értéke \geq kalkulált nyereségigény]
Össztőkearányos jövedelmezőség (profitráta)	adózás előtti eredmény / átlagos tőkeérték* [érték \geq súlyozott átlagos tőkejövedelmezőségi elvárás]
Össztőkearányos vállalkozói nyereségráta	Vállalkozói nyereség/ átlagos tőkeérték* [értéke \geq vállalkozói nyereség-elvárás ráta]
Össztőkearányos EBITDA ráta	(adózás előtti eredmény + fizetendő kamatok + értékcsökkenés) / átlagos tőkeérték * [értéke \geq kalkulált nyereségigény + ÉCS ráta] (ÉCS ráta = értékcsökkenési leírás / átlagos tőkeérték*)
Össztőkearányos működésből származó tőkeforrás ráta	(adózás előtti eredmény + értékcsökkenés) / átlagos tőkeérték* [érték \geq súlyozott átlagos tőkejövedelmezőségi ráta + ÉCS ráta]
Üzleti pénzkihelyezés hozam – hatása**	össztőkearányos EBIT ráta/ össztőkearányos üzleti tevékenység eredmény ráta (össztőkearányos üzleti tevékenység eredményráta = üzleti tevékenység eredménye / átlagos tőkeérték*) [értéke \geq 1]
Sajátőke-arányos jövedelmezőség**	Adózás előtti eredmény / átlagos saját tőkeérték

* a nyitó és zárómérleg adatok számtani átlaga

** gazdaságilag nem kifejezőképes mutató

Forrás: Illés (2008) és saját kutatás

Az 1. táblázatban található rentabilitás mutatókat minden esetben *adózás előtti eredményen* értelmezzük, hiszen így a *fizetendő nyereségadó* tényleges rentabilitást *torzító* hatását kiszűrjük, illetve a *normálhatékonyságot* jelző *kalkulatív nyereségigény* és *származtatott rátáinak* becslése is mindig adózás előtti eredményen történik, melyeket a piacról (értéktőzsde, ágazati részpiacok) kapott információk alapján becslünk meg. Ebből az következik, hogy az üzleti vállalkozás tényleges rentabilitását a piaci értékítéletek (kockázatmentes hozam + piaci-kockázati ellenérték) alapján értelmezzük. Minden olyan rentabilitási mutató, amely nem a piaci „beárazás” alapján értékeli a céget, alkalmatlan a döntéshozatal támogatására.

Az *össztőkearányos EBIT ráta* a legkifejezőképes rentabilitási mutatónk, hiszen az *összes tőke* által kitermelt *összes hozamot* számba veszi. Ez a mutató arról tájékoztat, *hogyan gyarapodott a vállalkozásba fektetett tőke* és nem veszi figyelembe a cég finanszírozási módját, összetételét. Segítségével a vállalkozás által *befektetett*

tőke hatékonysága mérhető – mivel a mutató értékét a finanszírozási mód nem befolyásolja –, alkalmas az *eltérő finanszírozási struktúrájú vállalkozások* tevékenységének összehasonlítására (Illés, 2008). Az indikátor akkor jelez *gazdaságos üzletmenetet*, ha értéke magasabb, mint a kalkulált nyereségigény.

$$\text{Kalkulált nyereségigény} = \text{hosszú lejáratú állampapír-piaci referenciahozam} + \\ \text{ágazati vállalkozói nyereségigény} + \\ \text{egyedi kockázatvállalás vállalkozói nyereségigénye}$$

A kalkulált nyereségigény gyakorlati becslése úgy történik, hogy meghatározzuk a versenytársak által realizált *átlagos ösztőkearányos EBIT rátát* (ágazati piacról) és hozzáadjuk a cég egyedi kockázatvállalási ellenértékét, ami $\pm 1-3\%$ között szokott alakulni. Amennyiben a becsült nyereségigényből a *hosszú lejáratú állampapír-piaci referenciahozamot* (kockázatmentes hozam, pontosabban piaci kockázatot nem tartalmazó hozam) levonjuk, az üzleti vállalkozás összes *vállalkozói* (kockázatvállalási) *nyereségigényét* (ágazati kockázat + egyedi kockázat) kapjuk meg.

Az ösztőkearányos EBIT ráta mutatót a vállalkozás tevékenységének két fontos tényezője határozza meg: az *árbevétellel elért profit* és a *lekötött tőkével elért forgalom*. Ezt fejezi ki a mutató szorzatra bontott formája, melyet *DU Pont formulának* nevez a szakirodalom (F.J. Witt – K. Witt, 1993):

$$\text{Du Pont formula} = \text{tőke forgási sebessége} \times \text{árbevételarányos EBIT}$$

$$\text{Ösztőkearányos EBIT ráta} = \frac{\text{Árbevétel}}{\text{Átlagos tőkeérték}} \times \frac{\text{EBIT}}{\text{árbevétel}}$$

A fenti összefüggés azt mutatja, hogy az üzleti vállalkozás által elért összhozam egyrészt a forgalom abszolút vagy relatív növelésével, másrészt a profithányad növelésével emelhető. Az *ösztőkearányos jövedelmezőség* (profitráta) is fontos *rentabilitási mutatónk*, de a gazdálkodás színvonalát illetően csak egy normatív érték kiszámítása mellett kifejezőképes. Az alapelv az, hogy a cégnek legyen legalább akkora ösztőkearányos jövedelmezősége, mint a *súlyozott átlagos tőkejövdelmezőségi elvárás* (Illés, 2008).

$$\text{Súlyozott átlagos tőkejövdelmezőségi elvárás} = \text{saját forrás aránya} \times \\ \text{kalkulatív nyereségigény} + \\ \text{idegen forrás aránya} \times \\ \text{vállalkozói nyereségigény}$$

A profitráta nagyságából nagy biztonsággal következtethetünk a cég *valódi gazdálkodásának színvonalára*. Kívánatos, hogy az *össztőkearányos jövedelmezőség* meghaladja a súlyozott átlagos tőkejövedelmezőségi elvárást, mert így a cég gazdaságossága biztosítható.

Az *össztőkearányos vállalkozói nyereségráta* azt mutatja meg, hogy egységnyi átlagos *össztőke* hány *pénzegység* vállalkozói nyereséget (kockázati prémium) termelt ki. A vállalkozás akkor tekinthető *gazdaságosnak*, ha az *össztőke-arányos vállalkozói nyereségráta meghaladja a vállalkozói nyereség elvárási rátát* (Illés, 2008).

Vállalkozói nyereség elvárási ráta = kalkulált nyereségigény
— hosszú lejáratú állampapír-piaci
referenciahozam

Az *össztőkearányos EBITDA ráta* kiszámítása azért fontos, mert segítségével nemcsak az *átlagos tőke által termelt hozamtöbblet* (forrástöbblet), hanem az általa *felszabadított tőke* (szabaddá vált forrás, leírási bevétel, amortizációági forrás) együttes összege elemezhető. A gazdálkodástudományban a *döntéshozatal* szempontjából ugyanis annak ismerete a legfontosabb, hogy a portfóliót alkotó termékek és szolgáltatások előállítására érdekében *lekötött tőke összes forrás-termelőképessége* mekkora.

Összvállalati szinten a mutató akkor tekinthető megfelelőnek, ha értéke *meghaladja az ÉCS-rátával növelt kalkulált nyereségigényt* (kalkulált nyereségigény + ÉCS ráta). Az ÉCS-ráta az egységnyi átlagosan lekötött tőkeértékre jutó értékcsökkenési leírás nagyságát jelenti.

Az *össztőkearányos működésből származó ráta* azt jelenti, hogy az átlagosan lekötött 1 *pénzegység tőkeérték* a vállalkozás működésekor az értékesítés folyamán hány *pénzegység* olyan forrást teremtett, amely a tőkeforgalomban *belső finanszírozási forrásként* jelenik meg. *Gazdaságos üzletmenet* esetén a mutató meghaladja az *ÉCS-rátával növelt súlyozott átlagos tőkejövedelmezőségi elvárást*. Az *üzleti pénzkihelyezés hozamhatása* a vállalkozás *pénzkihelyezésénekösszvállalati jövedelmezőségére* való hatását mutatja meg. A *pénzkihelyezés a befektetett pénzügyi eszközök, az értékpapírok és a bankbetétek összegét* jelenti.

A megfelelő hozam melletti „felesleges pénz” kihelyezése pénzügyi feladatnak tekinthető, annak *hozam-hatásvizsgálata* azonban gazdálkodási kérdés, hiszen a cég működésből származó tőkeforrására van hatással. Amennyiben a *pénzkihelyezési hozamhatása 1-nél nagyobb, a pénzügyi műveletek eredménye pozitív*, tehát az *összvállalati jövedelem nő*. Természetesen a *pénzkihelyezés „jövedelmezősége”*

legtöbbször alacsonyabb mint a termelő- szolgáltató tevékenység rentabilitása, hiszen a termelés kockázati ellenértéke magasabb szokott lenni, mint a pénzki-helyezés kockázati prémiuma, amit a piac beáraz. Ha a *hozamhatás 1 alatti érték* a cég pénzügyi műveleteinek eredménye negatív, így az összvállalati jövedelem és jövedelmezőség romlik.

A profitorientált vállalkozásoknál általánosságban elvárható, hogy a pénzki-helyezés hozamhatása a cég gazdasági helyzetét legalább ne rontsa, tehát a Pareto hatékonyság ezen a területen is érvényesül.

A *sajáttőke-arányos jövedelmezőség* értékelésénél ökonómiai szempontból a legnagyobb problémát az jelenti, hogy az *össztőke által termelt nyereséget a saját tőkéhez viszonyítja*. Ennek az a következménye, hogy a mutató a valóságos tőke-arányos hozamnál magasabb értéket mutat, így *nem alkalmas a jó működés elérésének* megállapításához. Kiszámításával a cég által felhasznált hitelek hatékonyságát tudjuk megítélni (tőkeáttételi helyzet). Mivel a *hosszú lejáratú idegen forrásként funkcionáló hitelek* sok esetben *olcsóbb finanszírozási forrást* jelentenek, mint a saját tőke, megvan annak a lehetősége, hogy a cég a vállalati jövedelmet az idegen forrás körültkintő kezelésével növelje. (R.G.P. McMahon, 1985). Ezt *tőkeáttételnek* (leverage) nevezzük, és azt vizsgáljuk, hogy egyrészt milyen hatékonysággal használta fel a cég a hitelt, másrészt sikeres volt-e az idegen tőke bevonása. A sikeresség szempontjából az a fontos, hogy a *hitel révén elért nyereségnek nagyobbnak kell lennie, mint a kamatköltség* (fizetett kamatok). Úgyis fogalmazhatunk, hogy a *hitel által termelt összhozam haladja meg a hitel kockázatmentes hozamát* és a *primer kockázati ellenértékét*, vagyis a *hitel használati árát*.

A *tőkeáttétel (L) becslése* így történik, hogy a *sajáttőke-arányos nyereséget elosztjuk az össztőke-arányos EBIT rátával*.

$$L = \text{sajáttőke-arányos nyereség} / \text{össztőkearányos EBIT ráta}$$

Amennyiben a *tőkeáttétel nagyobb, mint 1*, a vállalkozásnál *hatékonyan működik a hitel*, hiszen a hitel forrástermelő képessége meghaladja annak használati árát. Ez a vállalkozás *jövedelemtömeg – termelőképességét növeli*, így a működésből származó tőkeforrás nagyobb lesz mint ha a cég nem vett volna fel hitelt.

Irodalom:

Chikán Attila (2008): Vállalatgazdaságtan, Aula kiadó, Budapest.

Herczeg János – Juhász Lajos (2010): Az üzleti tervezés gyakorlata. Aula Kiadó, Budapest.

Illés Mária (2008): Vezetői gazdaságtan, Kossuth Kiadó, Budapest.

McMahon, Richard G.P. (1985): How to Understand Financial Information? 1-2. Business Information Review, 1985/1., pp. 15-28; 2., pp 15-21.

Witt, Frank–Jürgen – Kerin Witt (1993): Controlling für Mittel – und Kleinbetriebe, C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, München