

**SZENT ISTVÁN
EGYETEM**

DOKTORI (PhD) ÉRTEKEZÉS TÉZISEI

**A MAGYARORSZÁGI KIS-ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOK TŐKESZERKEZETÉNEK A
VIZSGÁLATA ÉS ÖSSZEHASONLÍTÁSA A NEMZETKÖZI TRENDEKKEL**

Készítette:
Szücs Gábor

Gödöllő
2018

A doktori iskola megnevezése: Gazdálkodás és Szervezéstudományok Doktori Iskola

A doktori iskola tudományága: gazdálkodás-és szervezéstudományok

**A Doktori Iskola vezetője: Prof. Dr. Lehota József DSc egyetemi tanár, MTA
doktora
Szent István Egyetem, Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar, Üzleti Tudományok Intézete**

**Témavezető: Prof. Dr. Takács István PhD egyetemi tanár
Óbudai Egyetem, Keleti Károly Gazdasági Kar**

.....
Iskolavezető jóváhagyása

.....
Témavezető jóváhagyása

TARTALOMJEGYZÉK

TARTALOMJEGYZÉK	1
1. BEVEZETÉS.....	2
1.1 Célkitűzések	3
1.2 Hipotézisek.....	3
2. Anyag és módszer.....	7
2.1 Az adatbázis felépítése.....	7
2.2 A módszertan leírása.....	13
3. EREDMÉNYEK.....	15
4. Új és újszerű tudományos eredmények.....	17
5. KÖVETKEZTETÉSEK, JAVASLATOK	18
6. ÖSSZEFOGLALÁS	22
Irodalomjegyzék	24
AZ ÉRTEKEZÉS TÉMÁJÁBAN MEGJELENT PUBLIKÁCIÓK	25

1. BEVEZETÉS

Jelen disszertáció célja a tőkeszerkezeti elméletek nagymintás nemzetközi adatbázison történő tesztelése és a Kelet-Nyugat, illetve poszt szocialista – kapitalista régiók közötti eltérések vizsgálata és ezek magyarázata. A világ minden táján a vállalatok elsődleges célja, hogy gazdasági tevékenységet folytatva maximalizálja a tulajdonosok vagyont, amire jelentős hatást gyakorolnak a finanszírozási döntések, tehát az eszközök mögött álló források összetételének a meghatározása.

A téma jelentősége

A tőkeszerkezeti döntések hatással vannak a vállalat jövedelmezőségére és a kifizethető profit nagyságára, emiatt nem mindegy a tulajdonosi kör számára, hogy miként alakítják a tőkeszerzetet a vállalat menedzserei. Feltételezésem szerint vannak földrajzi régióként tapasztalható hasonlóságok, amit egyrészt a történelmi múlt és az ebből adódó szorosabb gazdasági kapcsolatok, illetve a forrásbevonás szempontjából meghatározó szerepet betöltő hitelintézetek által folytatott finanszírozási politika is magyaráz. Ezen két tényező vizsgálata magyar és kelet-európai vonatkozásban eddig nem kapott különösebb hangsúlyt, hasonlóan a témában megjelent kutatásokhoz, főként a mainstream elméletek tesztelésén volt a fókusz, a területi diverzifikáció és a nemzetközi összehasonlítás kevésbé volt a figyelem középpontjában.

Problémafelvetés

A helyes finanszírozási döntéshez a vezetőknek először mérlegelni kell a bevonható forrás eredetét, külső vagy belső finanszírozást vegyen igénybe, döntenie kell annak lejáratáról és nem utolsó sorban az eladósodottság mértékéről, ami vállalaton belül és finanszírozói oldalon is további kérdéseket vet fel. A túlzott hitelfelvétel negatívan befolyásolja a vállalat fizetőképességét, így megnő a csődkockázat és a hitelező oldalán is kétségek merülnek fel a visszafizetést illetően, így a források költségei növekednek. Az eladósodottság a kamat adóalap csökkentő hatása miatt kedvezően hat az adójellegű megtakarítások mértékére, emellett csökkenti a menedzserek által elkölthető szabad pénzáramlások nagyságát, ezáltal a növeli a tulajdonosi vagyon biztonságát. Nem mindegy a hitel lejáratának megválasztása, annak költsége miatt, amire viszont nem csak a vállalatvezetésnek van hatása, hanem forrást nyújtó szervezetnek vagy személyeknek is. Az ő oldalukon jelentkezik a visszafizetési kockázat, amit a vállalat hírneve vagy a biztosítékként bevonható eszközök megléte mellett számos egyéb tényező befolyásol. Miként érvényesülnek ezek a tényezők a hasonlóan gondolt gazdasági fejlődéstörténettel rendelkező régiók esetében, ahol 30 évvel ezelőtt még merőben másként vélekedtek a hatékony piaci mechanizmusokról? Mennyiben játszik szerepet ez a területi diverzifikáció a

tőkeszerkezet kialakításában és van-e ennek hatása a finanszírozói oldalon meghozott döntésekre? Ezekre a kérdésekre szeretne választ adni az általam írt doktori értekezés.

1.1 CÉLKITŰZÉSEK

C1

A szakirodalom feldolgozása, kiemelt figyelmet fordítva a nemzetközi adatbázisokon elvégzett kutatásokra és ezek eredményeire. Ennek során bemutattam a tőkeszerkezeti elméletek érvényességének időbeli alakulását és a különböző gazdasági fejlődéstörténettel rendelkező országok esetében tapasztalt sajátosságokat.

C2

Az adatbázis vizsgálata kapcsán az első célkitűzésem a tőkeszerkezeti mutatók változásának feltérképezése leíró statisztikai módszerek segítségével, ahol egy általános képet szeretnék kapni az eladósodottság átlagos szintjéről és trendekről lejárát, vállalatméret és ágazatai besorolás alapján. Az elemzést országonként és régiós szinten is elvégeztem, az eredmények részletezésénél Magyarországra nagyobb hangsúlyt fektettem.

C3

Az adatbázisban szereplő vállalatok csoportosítása eladósodottság, jövedelmezőség és az eszközök összetétele alapján és az így kapott klaszterekre érvényes pénzügyi mutatószámok mediánértékeinek a vizsgálata. Az így kialakult tőkeszerkezeti minták további elemzése lehetőséget nyújt az országspecifikus hatások igazolására.

C4

Céлом volt a tőkeszerkezeti elméletek érvényességének vizsgálata az adatbázis által lefedett régiókban, a világgazdasági válság által súlytott időszakban. Van e eltérés a tőkeszerkezetet befolyásoló tényezők hatásának nagyságában és irányában a különböző területi entitások szerint.

1.2 HIPOTÉZISEK

A dolgozat fő kérdése, hogy miként érvényesülnek a tőkeszerkezeti elméletek egy földrajzi és gazdasági fejlődéstörténet alapján egymástól két eltérő országcsoport esetén. Az empirikus kutatás első sorban a pénzügyi beszámolókból kinyerhető mutatószámok elemzésére fókuszál, tekintettel az elérhető adatok spektrumára és azok számszerűsíthetőségére. A mikro tényezők esetében a szubjektivitás szerepe elhanyagolható, a magyarázó változók konkrétan jellemezhetők egy vagy több mutatószámmal, aminek az alapja az auditált mérleg és eredmény kimutatások megfelelő sorai, az egyes országokra nézve standardizált formában. A vizsgálat során arra keresek választ, hogy van-e eltérés a

tőkeáttételre ható magyarázó változók összetétele és magyarázó ereje között az eltérő gazdasági fejlődéstörténettel rendelkező csoportokban. Ehhez először szükség lesz a mainstream elméletek tesztelésére, ahol kiemelt szerepet kap a csoporthoz tartozást leíró és a csoportonként elkülönített magyarázó változók vizsgálata.

H1: a tőkeszerkezeti elméletek hasonlóan érvényesülnek az eltérő gazdasági fejlődéstörténettel rendelkező országok alkotta csoportokban, azonban a magyarázó erőben jelentős különbségek vannak.

Az eltérő fejlődéstörténettel aposztrofált országok közös jellemzője, hogy a politikai-gazdasági rendszerváltás megközelítőleg ugyanakkor érte őket, a Szovjetunió szétesésének időpontjában. Bár ezek a folyamatok nem egyik pillanatról a másikra mentek végbe, az átrendeződés a 90-es évek végére befejeződött és valamennyi vizsgált országban a piacgazdaság szabályai érvényesülnek. Véleményem szerint ugyanakkor ennek az átmenetnek vannak még utóöngéi, amik megjelennek a vállalatok finanszírozási döntéseiben is és ezek a döntések hasonlóságot mutatnak a Kelet-Nyugat törésvonal mentén. A tőkepiacok és a pénzügyi közvetítő rendszer fejlettsége, valamint az eltérő szabályozási környezet mentén kialakulhatnak bizonyos ország specifikus tőkeszerkezeti minták, amik jelen esetben az általam elkülönített csoportokban hasonlóságot mutatnak. Feltételezésem szerint az eddigi elméletek mindkét csoportra érvényesek lesznek, viszont találhatunk eltéréseket a kapcsolatok erősségében, amik csoporton belül hasonlóak, csoporton kívül pedig eltérőek lesznek.

H2: a fejlett országokat tartalmazó csoportban magasabb lesz a pénzügyi tőkeáttétel és a hosszú lejáratú kötelezettségek aránya, a kedvezőbb pénzügyi környezet miatt.

A nyugati országok esetében a magasabb eladósodottságot a tőkeszerkezeti elméletek alapján számos tényező indokolhatná, mint például a magasabb tárgyi eszköz arány, amik fedezetként szolgálhatnak egy hitelfelvétel során vagy az agresszívabb finanszírozási politika, amit a liberálisabb pénzügyi rendszer és szabályozási környezet támogat. Ezek alapján a csoporthoz tartozás befolyásolhatja közvetlen módon a tőkeszerkezetet, amikor az eltérés valamilyen csoport specifikus ismérvenk, jellemzően az intézményi rendszer sajátosságainak köszönhető. Ugyanakkor ez a hatás lehet közvetett is, amikor valamilyen vállalat specifikus tényezőn keresztül hat a tőkeszerkezetre és ezek hasonlóan érvényesülnek a csoportokon belül.

H3: pozitív kapcsolat van a tartós eszközök aránya és a tőkeáttétel között

A választásos elmélet szerint a cég addig vesz fel hitelt, amíg a hitelfelvételből származó adómega-
karítás határbevétele meg nem haladja az eladósodottságból adódó pénzügyi nehézségek határköltségét. A fix eszközökre fedezetként tekinthetnek egy hitelügylet során, így emiatt az eladósodottság foka magasabb lehet, miközben a csőd költségei alacsony szinten maradnak. Emiatt a tőkeáttételi

optimum kitolódik, azok a vállalatok, akik magasabb tárgyi eszközállománnyal rendelkeznek, jobban ki tudják használni az adómeztakarításból származó előnyöket és ennek következtében magasabb tőkeáttétellel fognak működni az elmélet szerint. Bár a reláció iránya feltételezésem szerint országoktól független, azonban a hatást befolyásolhatják az egyes területi entitásokra jellemző intézményi sajátosságok és a szabályozási eltérések. A bankok hitelezési politikája, de az adott piacon a tárgyi eszközök értékesítésének lehetőségei is eltérőek lehetnek, amik a piactudományra történő átállás ellenére még mindig hatással lehetnek a kapcsolat erősségére.

H4: pozitív kapcsolat van a vállalatméret és az eladósodottság között

Pénzügyi nehézségek szempontjából a nagyvállalatok diverzifikáltságuk révén kevésbé sebezhetőek, mint a kisebb méretű gazdasági társaságok, így a méret negatív kapcsolatban áll a bedőlési valószínűséggel. A csődki költség is alacsonyabb, aminek következtében a kedvezőbb feltételekkel juthatnak külső forrásokhoz, ezért az eladósodottság szintje is magasabb lesz az esetükben.

H5: pozitív kapcsolat van a vállalat kora és az tőkeáttétel között

A hosszú ideje gazdaság tevékenységet folytató vállalatok kiemelt célpontjai a hitelintézeteknek, mivel az ő esetükben alacsonyabb bedőlési kockázattal számolhatnak, tekintettel a régóta tartó folyamatos működésre. Emiatt ezek a társaságok kedvezőbb feltételek mellett juthatnak külső forrásokhoz, ami magasabb tőkeáttételhez vezet.

H6: negatív kapcsolat van a jövedelmezőség és a tőkeáttétel között

A hierarchia elmélet alapján azok a vállalatok, ahol a nyereséges működés eredményeként rendelkezésre áll osztalékként ki nem fizetett profit, elsősorban ezeket a forrásokat fogják preferálni a jövőbeli beruházások finanszírozásánál a külső forrásbevonási lehetőségekkel szemben. Így ezeknél a cégek-nél az elmélet alacsonyabb eladósodottsági szintet feltételez, ami negatív kapcsolatot eredményez a jövedelmezőséggel. A választásos elméletből ellentétes irányú hatás következik, a jövedelmező vállalatoknál alacsonyabb a pénzügyi nehézségek bekövetkezésének a valószínűsége, így magasabb eladósodottságnál jelentkeznek annak negatív hatásai. A meglévő profit pedig lehetőséget biztosít az adópajzs kínálta adómeztakarítási lehetőségek kihasználására.

H7: negatív kapcsolat van a növekedési potenciál és a hosszú lejáratú hitelek aránya között

A vállalat növekedése feltételezi az intenzív forrásbevonás igényét, ami túlmutat a visszatartott profit kínálta lehetőségeken, ezért az eladósodottság magasabb szintje jellemző rájuk. Itt megjelenik azonban a növekedés kockázatoságának a kérdése, kisebb cégek hajlamosak ebben az esetben az észszerűnél magasabb kockázat vállalására, hiszen pozitív kimenetel esetén a profitnövekedés csak az ő

eredményüket érinti, a hitelezői oldal pedig csak a fix kamatfizetési kötelezettség útján részesül a pénzáramlásból, ami független a jövedelmezőség mértékétől. Az így fellépő erkölcsi kockázat miatt a pénzügyi oldalon a források drágulásával kell számolni. Erre megoldás lehet a rövid lejáratú források igénybevétele, amivel az ügynökprobléma feloldásra kerülne.

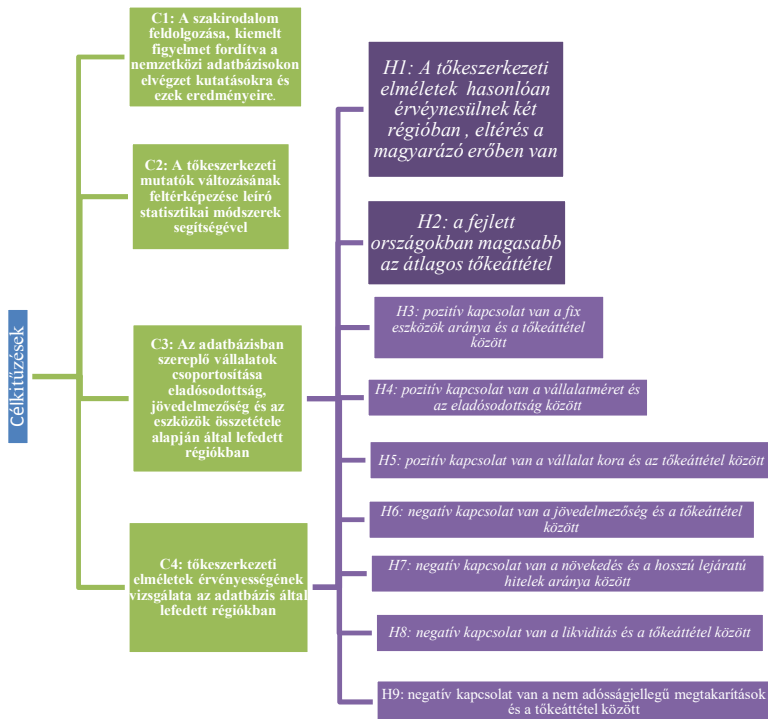
H8: negatív kapcsolat van a likviditás és a tőkeáttétel között

A magas likviditás feltételezi eszközoldalán a fedezetként bevonható likvid eszközök magas arányát, ami kedvezően hat a vállalat hitelképességére, így pozitív kapcsolat feltételezhető a tőkeáttétel és a likviditás között. A hierarchia elmélet szerint ezzel szemben a rendelkezésre álló likvid eszközök a finanszírozási preferencia sorrendben megelőzik a hitelfelvételt, így a kapcsolat iránya negatív lesz a két változó között. A fenti anomáliát a hitel lejáratára alapján történő vizsgálat oldhatja fel, mely szerint a kapcsolat pozitív lesz a hosszú lejáratú hitellel szemben a fedezetként bevonható eszközök miatt, az alacsonyabb szállítói arány miatt a rövid lejáratú kötelezettségekkel szemben pedig negatív irányú kapcsolatot feltételezünk.

H9: amennyiben rendelkezésre állnak a nem adósságjellegű adómegetakarítási lehetőségek, úgy a vállalatok inkább ezeket részesítik előnyben a tőkeáttétel növelésével szemben.

A nyereséges vállalatok tőkeszerkezetük növelésével csökkenteni tudják a fizetendő társasági adó mértékét, mivel a hitelek kamata költségként elszámolható, így az adófizetés előtti eredményt mérsékeli. Ennek a megközelítésnek a korlátja a választásos elméletben is említett pénzügyi nehézségek kockázatának növekedése, ami magyarázatot ad a teljes mértékű eladósodottság gyakorlati abszurditására. A nem adósságjellegű adómegetakarítások egyik formája az amortizáció eredménycsökkentő hatása, ami egyben feltételezi a befektetett eszközök meglétét. A másik lehetőség az adójóváírási

lehetőségek igénybevétele, amik közvetlenül a fizetendő társasági adó összegét csökkentik.



1. ábra: A célkitűzések és a hipotézisek összefüggései

Forrás: Saját szerkesztés

2. ANYAG ÉS MÓDSZER

2.1 AZ ADATBÁZIS FELÉPÍTÉSE

Az empirikus kutatáshoz szükséges cégszámokat a belga Bureau van Dijk Orbis adatbázisából válogattam le, ami közel 200 millió gazdasági társaságnak és pénzügyi vállalkozásnak tartalmazza a cég és pénzügyi adatait a világ több mint 200 országából. Az egyes országokban érvényben lévő eltérő számviteli szabályozások a beszámolók sorai tartalmilag nem minden esetben egyeznek, ezért problémákat vet fel egy ilyen jellegű összehasonlítás, aminek feloldására a szolgáltató egy ún. sztenderd formátumot alkalmaz, amibe minden egyes beszámoló típus átkonvertálható. Az így kapott 23 mérleg és 23 eredmény kimutatás sor egy kisebb mértékű adatredukció eredménye, az előnye viszont, hogy az összehasonlíthatósági problémát teljes mértékben feloldja, így lehetőség nyílik több országból

származó beszámolók adatainak egyidejű elemzésére. A tevékenységek alapján történő besorolás az EU által használt NACE Rev 2¹ osztályozás alapján történt, ahol a 21 nemzetgazdasági ágat tartalmazó első szintet vettem figyelembe A-tól U-ig történő jelöléssel. Magyarországon 2012-ig a TE-ÁOR'03-as osztályozás volt érvényben, ennek utódja a TEÁOR'08, ami megfelel a NACE Rev 2 rendszerének.

Mivel a kutatás egy hosszabb időszakra vonatkozik, ezért a leválogatási kritériumok között szerepel az adatok évenkénti elérhetősége is, így csak olyan vállalatok szerepelnek a mintában, akik a teljes időszakra és az összes vizsgált változóra nézve rendelkeznek adattal. Ezek alapján a szűrési feltételek között szerepelt a 8 kiválasztott ország (4-4 a két régióban, keleten Magyarország, Szlovákia, Csehország és Lengyelország, tehát a Visegrádi Együttműködés országai, nyugaton Németország, Ausztria, Olaszország és Franciaország), ahol a területi egységek elkülönítésére az ország ISO kód áll rendelkezésre. Ez alapján háttérváltozóként létrehoztam a Kelet-Nyugat csoporthoz tartozást 0 és 1-es kóddal. A cég mérete szerinti besorolásnál a kkv besorolás kategóriáit vettem alapul, ami megkülönböztet nagy, közepes, kis és mikrovállalkozásokat azok létszám, mérlegfőösszeg és árbevétel adatai alapján. Ennek köszönhetően kizárásra kerültek azok a vállalkozások, ahol a három adat közül valamelyik hiányzott. Az így kapott kiegyensúlyozott panel miatt csökkenteni tudtam az adathiány miatt fellépő torzító hatásokat és a véletlen hatású modell becslése is megoldhatóvá vált, emellett a mutatók megléte a teljes idősorra feltételezi, hogy valóban aktív gazdasági tevékenységet folytató vállalatok kerültek a mintába.

Csak a nem konszolidált beszámolók adatait vettem figyelembe, ami nem zárja ki, hogy olyan vállalatok is bekerüljenek, akik mindkét beszámoló típusal rendelkeznek, azonban az elemzés során csak a nem konszolidált adatok kerültek figyelembevételre. Ennek oka a konszolidált adatok torzító hatása, mivel ebben az esetben az adatbázis tartalmazhatja a konszolidációs körbe bevont cégek valamelyikét, így ugyanaz a teljesítmény multiplikálva jelentkezne a kimutatások során. Feltétel volt még az aktív jogi státusz, ami miatt csak az egész időszak alatt működő cégek lettek figyelembe véve. Ennek szintén van némi torzító hatása, az időközben megszűnt vagy a vizsgált időszagnál rövidebb ideig aktív cégek kizárásával a valóságtól némileg eltérő képet kapunk, azonban az adatredukció nélkül nem lett volna kivitelezhető a többváltozós elemzés. A vizsgált időintervallum 8 év, 2008-tól 2015-ig. Bár a 2016-os adatok is részben rendelkezésre állnak, azonban a beszámolók leadásának határideje

¹ Az Európai Parlament és a Tanács 1893/2006/EK rendelete (2006. december 20.) a gazdasági tevékenységek statisztikai osztályozása NACE Rev.2 rendszerének létrehozásáról, és a 3037/90/EGK tanácsi rendelet, valamint egyes meghatározott statisztikai területekre vonatkozó EK-rendeletek módosításáról. Forrás: https://www.ksh.hu/docs/osztalyozasok/teakor/teakor_rovid_leiras.pdf

meglehetősen vegyes képet mutat a mintában szereplő országok esetében, így az empirikus vizsgálat időpontjában még nem volt teljesnek tekinthető a 2016-os beszámolók elérhetősége.

Az egyes országokra történő minta nagyság meghatározása után minden egyes kategóriában véletlenszerűen rangsoroltam a vállalatokat és a korábban kalkulált elemszámú adatállományt és adattartalmat töltöttem le. A kiugró értékek torzítanak mind a klaszterelemzés, mind a regressziós becslés eredményét, ezért kizárásra kerültek azok a cégek, ahol valamelyik érték kívül esett az adott változóhoz tartozó interkvartilis terjedelem háromszorosán. Így a végső elemszám 29 639 lett, amit tevékenységi körök alapján a 2. táblázat szemléltet.

1. táblázat: Az adatbázist alkotó vállalkozások száma nemzetgazdasági áganként és országonként

<i>Tevékenységi főcsoport</i>	<i>AT</i>	<i>CZ</i>	<i>DE</i>	<i>FR</i>	<i>HU</i>	<i>IT</i>	<i>PL</i>	<i>SK</i>	<i>Összesen</i>
<i>A</i>		253	12	67	78	104	25	164	703
<i>B</i>	2	10	9	19	3	17	28	4	92
<i>C</i>	203	884	612	1151	474	1770	1330	666	7090
<i>D</i>	17	41	318	3	6	14	101	27	527
<i>E</i>	6	51	72	49	13	67	171	32	461
<i>F</i>	53	330	119	1319	148	668	254	221	3112
<i>G</i>	220	886	735	3169	934	1803	1239	942	9928
<i>H</i>	40	139	84	313	44	199	92	140	1051
<i>I</i>	9	47	2	540	41	183	43	33	898
<i>J</i>	20	113	37	188	32	256	60	84	790
<i>K</i>	7	7	6	91	2	30	8	1	152
<i>L</i>	15	130	321	165	14	123	246	107	1121
<i>M</i>	26	223	65	609	47	283	106	179	1538
<i>N</i>	30	106	48	320	18	179	43	86	830
<i>O</i>	1		11		2				14
<i>P</i>	2	14	10	51	3	30	24	8	142
<i>Q</i>	6	49	155	176	4	122	86	101	699
<i>R</i>	1	18	17	50	2	41	8	17	154
<i>S</i>	5	8	22	203	16	49	12	6	321
Összesen	663	3309	2655	8483	1896	5939	3876	2818	29639

Forrás: Saját szerkesztés

Az ország specifikus adatok közül a bankokra vonatkozó adatbázist a Bureau van Dijk „Bankscope” adatbázisból töltöttem le, ami több mint 30 000 pénzügyi intézet beszámolóit és egyéb adatait tartalmazza

20 évre visszamenőleg. A bankok országokénti elemszáma a 33. mellékletben található. A vállalkozmányást és a jogi környezetet jellemzéséhez a Doing Business adatbázisát használtam fel, ami 11 üzleti környezetet leíró indikátort tartalmaz a világ 190 országából. Az adatgyűjtés és az eredmények értékelésének módszertan minden ország esetében ugyanaz, így az adatok nem igényelnek további kalkulációt ahhoz, hogy megfeleljen az összehasonlíthatóság kritériumainak.

A végső minta meghatározása után elkészítettem a leíró statisztikai és a többváltozós elemzésekhez felhasznált mutatószámokat, aminek vállalat specifikus része a cégek pénzügyi beszámolóin alapul, így csak a könyv szerint értékekről rendelkeztem információval. A vizsgált pénzügyi mutatószámok két csoportra oszthatók, a tőkeszerkezetet leíró és függő változóként figyelembe vett mutatók, illetve a feltételezéseim szerint a vállalat működését leíró egyéb, az eladósodottságra hatást gyakorló magyarázó változó csoportja. A szakirodalomban a tőkeáttételre leggyakrabban a hosszú lejáratú kötelezettségek összes forráshoz viszonyított arányát használják, de nem ritka az összes kötelezettség vagy a rövid lejáratú kötelezettség figyelembevétele az összes forrással szemben.

A vállalkozások méret alapján történő besorolásánál a 2004. évi XXXIV törvény által meghatározott kategóriákat vettem alapul. Ez ugyanakkor számos módszertani problémát vet fel, figyelembe véve az egyes országokban érvényben lévő adatszolgáltatási kötelezettségeket, ami nem elsősorban pénzügyi beszámolók soraira, hanem az olyan egyéb adatokra, mint a létszám vonatkoznak. Emellett, ha van kapcsolt vállalkozása a vizsgált entitásnak, úgy szükséges a tulajdonrész figyelembevétele, ami az elemzés fókuszában lévő magyar adatbázis vonatkozásában évek óta csak nagyon korlátozott mennyiségben áll rendelkezésre. Ezért az alkalmazott méretkategóriák a KKV besoroláshoz hasonlóan az éves nettó árbevételt, mérlegfőösszeget és létszámadatokat veszi figyelembe, viszont nem számol a kapcsolt vállalkozás meglétével.

A hosszú lejáratú kötelezettségek a sztenderd formátumban 3 sorból tevődnek össze, a hosszú lejáratú hitelekből, az egyéb hosszú lejáratú kötelezettségekből és egy „rendelkezések” elnevezésű sorból, ahová tapasztalataim szerint olyan tételek kerültek, amik az eredeti beszámolóban nem feltétlenül ehhez a fejezethez tartoztak, viszont az összehasonlíthatóság konzisztenciáját csak így tudták fenntartani. Ilyen volt például a magyarországi adatok esetében a céltartalékok, ami eredetileg a saját tőke alatt szerepel. A rövid lejáratú kötelezettségek a kölcsönök és szállítók sorokat tartalmazza, illetve az egyéb rövid lejáratú kötelezettségeket, ami egy kalkulált érték. A két említett mérlegsorot vonják ki a fősorból. Az elemzés során csak olyan mutatószámokat használtam, amik csak fő mérlegsorokat tartalmaznak, ezért a szűrési feltételek között ezek megléte szerepelt, mint kritérium.

A tőkeszerkezeti mutatókat és kalkulációjukat a 3. számú táblázat tartalmazza.

2. táblázat: Az elemzés során használt tőkeszerkezeti mutatók

Megnevezés	Képlet	Rövidítés
Összes kötelezettség aránya	Összes kötelezettség/összes forrás	ITA
Rövid lejáratú kötelezettségek aránya	Rövid lejáratú kötelezettségek/összes forrás	RLK
Hosszú lejáratú kötelezettségek aránya	Hosszú lejáratú kötelezettségek/összes forrás	HLK

Forrás: Saját szerkesztés

A tőkeszerkezetre ható mutatószámoknak egy jelentős része már rendelkezésre állt az adatbázisban, a hiányzók pedig a sztenderd beszámoló sorokból kerültek kikalkulálásra. A *jövedelmezőséget* leíró mutatók nem veszik figyelembe a rendkívüli eredményeket, ami annak köszönhető, hogy az említett mérleg sor nem minden országban része az eredmény kimutatásnak. Magyarországon ezeket a tételeket 2016-tól már az egyéb bevételek/ráfordítások soron kell szerepeltetni. A témában végzett kutatások alapján a jövedelmezőség meghatározásához az eszközarányos és az árbevétel arányos adózás előtti eredményt használtam. Az eszközök összetételét leíró tárgyi eszközök arányánál a befektetett eszközök alatt szereplő tárgyi eszközöket viszonyítom az összes eszközökhöz, szem előtt tartva, hogy a mutatónak egy hitelfelvétel során fedezetként bevonható eszközök arányát kell kifejeznie, így a lényegesen nehezebben értékesíthető immateriális javak nem lettek figyelembe véve. Az adó és nem adójellegű megtakarítások esetében az adóhányadot és az amortizáció összes eszközhöz viszonyított mutatóját vettem figyelembe, mindkét esetben a beszámolók soraiból végeztem a kalkulációt. A méret és a kor esetében a nominális értékek természetes alapú logaritmusait szerepeltettem a regressziókban, a korábbi kutatásokhoz hasonlóan. Az adatbázis nem tartalmazza a K+F sorokat, ezért a növekedés meghatározásánál az árbevétel növekedés dinamikáját leíró, két egymást követő év hányadosából kalkulált mutatószámot vettem alapul. A piaci koncentráció mérőszámaként a Herfindahl-Hirschman index terjedt el, ami egy adott piacon tevékenykedő vállalatok piaci részesedésének négyzetösszege. Az így kapott érték alapján 3 féle piactípust² különböztetünk meg: nem koncentrált piac, mérsékelten koncentrált piac és magas koncentrációjú piac. A mutatószám alapjául szolgáló mérleg sor a bankok átlagos eszközértéke volt, mivel a pénzügyi beszámolóknak az árbevétel sor nem szerepel. A tőkeszerkezetet meghatározó mutatók és a kiszámításukra alkalmazott képletek a 4. táblázatban találhatóak.

² [Az Egyesült Államok Igazságügyi Minisztériumának és a Szövetségi Kereskedelmi Bizottságnak az útmutatója a horizontális fúziókhoz](#)

3. táblázat: A tőkeszerkezetre ható tényezők bemutatása

Megnevezés	Képlet	Rövidítés
Tárgyi eszközök arány	Tárgyi eszközök/összes eszköz	TEA
Befektetett eszközök aránya	Befektetett eszközök/összes eszköz	BEF_eszk
Méret	LN Árbevétel	LN_ARBEV
Kor	Alapítástól eltelt évek száma	KOR3
Adóhatás	Társasági adó/adózás előtti eredmény	ADH
Amortizáció adóelőnye	Amortizáció/összes eszköz	AM_EF
Árbevétel arányos nyereség	Adózás előtti eredmény/értékesítés nettó árbevétele	Profit Marzs
Árbevétel arányos üzemi eredmény	Üzemi eredmény/értékesítés nettó árbevétele	EBIT
Eszközarányos megtérülés	Adózás előtti eredmény/összes eszköz	ROA
Saját tőkearányos megtérülés	Adózás előtti eredmény/saját tőke	ROE
Árbevétel növekedés dinamikája	Adózás előtti eredmény t/adózás előtti eredmény t-1	Növekedes
Pénzeszköz likviditás	(Forgóeszközök-tartós forgóeszközök)/rövid lejáratú kötelezettségek	LIQ
Lokáció	Kelet=1, Nyugat=0	Regio
Kockázat	ROA szórása	RISK
Likviditási mutató	Forgóeszközök/rövid lejáratú kötelezettségek	LILL
Lejáratil illeszkedés	(Saját tőke+hosszú lejáratú kötelezettségek)/(Befektetett eszközök+tartós forgóeszközök)	LILL2
Adóarány mutató	(adófizetési kötelezettség/adózás előtti eredmény)/Társasági adókulcs	ADH/CT
Nettó kamatmarzs	Nettó kamatbevételek/összes jövedelemforrás eszköz	NIM
Banki koncentráció	$HHI = \sum_{i=1}^N s_i^2$	HHI
Menedzserek felelősségre vonhatósága	Doing Business besorolás 1-10	MANLIA
Befektetők védelme	Doing Business besorolás 1-10	INVPRO
Tulajdonosi érdekérvényesítés	Doing Business besorolás 1-10	SHINT
Fizetése képtelenség kezelése	Doing Business besorolás 1-16	INSOLV
Visszanyert vagyon nagysága	Visszanyert vagyon nagysága %-ban	RECOVERY
Szerződések érvényesíthetősége	Doing Business besorolás 1-10	CONTENTF

Forrás: Saját szerkesztés

2.2 A MÓDSZERTAN LEÍRÁSA

A tőkeszerkezeti minták feltárásának első lépése a megfigyelési egységek csoportba rendezése volt a gazdálkodásukat leíró pénzügyi mutatószámok alapján. A vizsgált mutatók nagy számára való tekintettel adatredukciót tartottam szükségesnek, mivel így az adatok áttekinthetőbbek lettek és az információtartalom nagy része is megmaradt. A mutatók mögött meghúzódó látens struktúra feltárásáért faktoranalízis segítségével végeztem el. A módszer lényege, hogy az eredeti, nagyobb számú változót a köztük lévő kapcsolat alapján kisebb számú főkomponensekbe tömöríti, amik a változók lineáris kombinációi és egymással korrelálatlanok. Az így kialakult faktorváltozók alapján a mintában szereplő cégeket klaszteranalízis segítségével homogén csoportokba próbáltam rendezni, ahol a csoportokon belüli távolság a lehető legkisebb, a csoportok között pedig a legnagyobb legyen. A klaszterezéshez többféle technika áll rendelkezésre, megkülönböztetünk hierarchikus és nem hierarchikus módszereket, utóbbin belül a K-közép klaszterezést választottam az elemzéshez. A módszer lényege, hogy előre meghatározott számú klaszterekbe sorolja a megfigyelési egységeket és az iteráció addig folytatódik, amíg azok a legközelebb nem kerülnek a saját klaszter középpontjukhoz (Szekely – Barna, 2004).

Az elemzéshez – a hagyományos, mutatószámok értékelés mellett - olyan regressziós módszert kerestem, ami egyszerre teszi lehetővé a keresztmetszeti és idősoros adatok együttes elemzését, ezért a panel-elemzési módszert választottam. Az adatfelvétel során mindig ugyanazokról a megfigyelési egységekről vesszük fel az adatokat, azonban mindezt egy hosszabb időszakon keresztül valósítjuk meg, így lehetőség van a döntések következményeinek a vizsgálatára is (Woolridge, 2000). Nem célom az előrejelzés, sokkal inkább a kapcsolatok irányának és a paraméterek értékeinek alapján a hipotézisek tesztelése, amik az adatbázisban szereplő idősorra vonatkoznak.

4 féle modell típus különül el az alapján, hogy miként veszik figyelembe az adatok nem megfigyelhető heterogenitását, amik közül az elemzés során a fix (rögzített), illetve random (véletlen) hatású modelleket használtam fel. A véletlen hatások modellje arra használja a hibátág varianciájának különbségeit, hogy állandó konstans és meredekséget feltételezve a csoportokat együtt modellezze, míg a rögzített hatások modell alapfeltételezése, hogy a változók időben állandóak, de különböznek egymás között. Az együtthatók becslése a legkisebb négyzetek módszerével történik. Az n változóval és T periódussal rendelkező idősor adatai között a regresszív kapcsolatot az alábbi egyenlet írja le:

$$Y_{it} = \beta X_{it} + a_i + \varepsilon_{it}$$

Ami tulajdonképpen a lineáris modell nem megfigyelt változóval bővített formája, paneladatokra felírva

ahol Y a függő változót

a β a modell együtthatóit,

az X a magyarázó változókat

az a_i a nem megfigyelhető változó, ami tartalmazza az egyed és időhatásokat

ε_{it} pedig a rezidumokat jelentik

Az a_i értéke időben állandó, ezért ezt a hatást gyakran aposztrofálják a megfigyelési egységek rögzített tulajdonságaként. Egy ország esetében ilyenek lehetnek például a földrajzi elhelyezkedésre, időjárásra vagy természeti erőforrásokra vonatkozó adatok. A fix hatás becslés megengedi, hogy a nem megfigyelhető hatás korreláljon a magyarázó változókkal, amennyiben azok között nincs olyan regresszor, ami időben minden megfigyelésre konstans.

Ebből a következő egyenletet írhatjuk fel:

$$\bar{Y}_i = \beta \bar{X}_i + \bar{a}_i + \bar{\varepsilon}_i, \text{ ahol}$$

$$\bar{Y}_i = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T Y_{it}, \quad \bar{X}_i = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T X_{it}, \quad \bar{\varepsilon}_i = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \varepsilon_{it}$$

A két egyenletet egymásból kivonva az alábbi kapjuk:

$$(Y_{it} - \bar{Y}_i) = (X_{it} - \bar{X}_i)\beta_i + (a_i - \bar{a}_i) + (\varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i)$$

A modell együtthatóinak becslése ezen egyenletek alapján történik.

A véletlenhatás modell esetében a nem megfigyelt hatás a_i paramétere a v_{it} összetett hibatagban szerepel, ami emellett tartalmazza az idioszinkratikus hibát:

$$Y_{it} = \beta X_{it} + v_{it}$$

$$\text{ahol } v_{it} = a_i + \varepsilon_{it}$$

A fix hatás feltételezése, hogy a változók különböznek egymás között, de időben állandóak, a becslés a legkisebb négyzetek módszere szerint történik a 3. egyenlet alapján, a köztes hatás (between effect) szerint a változók különbsége lesz állandó, miközben időben nem állandó. A véletlen hatás (random effect) becslése pedig az előző két egyenlet súlyozott átlaga. A két modell közötti döntésben a Hausman tesztet alkalmaztam, ami azt vizsgálja, hogy létezik-e szignifikáns korreláció az egyed specifikus random hatások és a regresszorok között. Ennek megléte esetén a random hatást kell használni, amennyiben ez nem áll fenn, úgy a rögzített hatást.

A tőkeszerkezetre ható tényezők vizsgálatánál az egyik hibaforrás a determinánsok lehetséges endogén jellege, ahol az oksági viszony felcserélődik és a függő változó tölti be a prediktív szerepet. A probléma feloldására megfelelő modellspecifikáció az Arellano és Bover (1995) és Blundell és Bond (1998) féle rendszer-GMM (általános momentumok módszere) becslés, ami mind a függő, mind pedig az endogén változók késleltetett értékeit használják fel instrumentumként, ami az endogenitás kezelésére valószínűleg a legjobb megoldás. A megfigyelési egységek között lévő idősoros korrelációt az Arellano-Bond teszttel ellenőriztem.

3. EREDMÉNYEK

A fejezet célja a különböző módszerekkel elvégzett vizsgálatok eredményeinek a bemutatása és interpretálása. Elsőként a tőkeszerkezeti trendek alakulását mutatom be a mutatószámok átlagos értékeinek elemzésével, ahol már kirajzolódnak az eltérő gazdasági fejlettséggel jellemezhető régiók mentén a törésvonalak és megfelelő alapot ad a hipotézisek teszteléséhez használt többváltozós statisztikai elemzések értékeléséhez.

A faktorváltozók által definiált klaszterek összefoglalóan az alábbi módon jellemezhetők: a leginkább eladósodott szervezeteket tartalmazó két klaszter a jövedelmezőség és a fedezetként szolgáló eszközök aránya alapján térnek el egymástól jelentősen. Az egyik esetben az idegen tőke magas aránya alacsony tartós eszközök aránnyal párosul, ami hatással van a lejárat alapján definiált forrásszerkezetre. Ennél a csoportnál az idegen tőkén belül a rövid lejáratú kötelezettségek dominálnak, ami érződik a likviditási és lejáratil illeszkedést vizsgáló mutatókban. A nagyfokú eladósodottság mellett viszont a cégek többsége a sokasági átlaghoz közeli jövedelmezőséget tud felmutatni, a saját tőke hatékonyságában pedig meg is haladják azt. Az 5. klaszter esetében ez a nagyfokú eladósodottság eredménytelen gazdálkodással párosult, a tartós források megléte miatt a forrásszerkezeten belül jelentős arányt képviselnek az éven túl lejáratú kötelezettségek, ennek ellenére mind likviditási, mind lejáratil illeszkedés szempontjából kedvezőtlen helyzetben vannak, aminek elsődleges oka a saját tőke alacsony szintje. Ezeknél a klasztereknél tehát az idegen tőke túlsúlya nem jár együtt a jövedelmező gazdálkodással, a csoport tagjai nem azért preferálják a külső forrásokat, mert így csökkenthetik az adóalapjukat, ezen keresztül pedig az adófizetési kötelezettségüket, hanem ellenkezőleg, az eladósodottság mértéke inkább negatív hatással van a jövedelmezőségre, amit közvetve tovább erősítenek az eszközfinanszírozás lejáratil anomáliái. A megfizetett adó gyakorlatilag megegyezik a társasági adókulcs alapján elvárttal, ezért itt nem beszélhetünk a kamat adópajzsán kívüli adójóváírási lehetőségekről. Az átlagos eladósodottsággal jellemezhető 2. és 3. klaszter a tartós források aránya és a jövedelmezőség dimenziója mentén különül el egymástól. Előbbi megléte miatt a hosszú lejáratú idegen

források aránya magasabb a 3. klaszter esetében, aminek költségét jól mutatja az üzemi szintű és az adózás előtti jövedelmezőség közti különbség. Ennek mértéke még mindig nem akkora, hogy bármelyik vizsgált jövedelmezőségi mutató a sokasági átlag alá csökkenjen, ezzel szemben likviditási és eszközhatékonysági szempontból ez a klaszter már elmarad a teljes minta átlagától. A 2. klaszter tekinthető a leginkább jövedelmezőnek, összességében az eszközök finanszírozása tekintetében is ezen csoport tagjainak átlaga állnak legközelebb az optimális szinthez, a két jövedelmezőségi mutató közti különbség marginális, tehát a kamatköltségekkel is terhelt pénzügyi műveletek eredménye nem terheli jelentősen az adózás előtti eredményt. Ugyanakkor adófizetési kötelezettségüket az elvárt szint alatt teljesítik, tehát rendelkezésükre állnak az eladósodottság növelésén kívüli adómegetarítási lehetőségek is. Az összefüggés a forrásszerkezet lejárata és a tartós eszközök megléte között itt is megerősítést nyert, illetve a magas jövedelmezőség miatti adóoptimalizálás primer eszköze nem az eladósodottság növeléséből adódó kamatköltségek eredménycsökkentő hatása, hanem az egyéb, az adózás előtti eredményt nem érintő társasági adó jóváírási lehetőségek. A nagyrészt V4-es cégeket tartalmazó 1. klaszter vállalkozásainak a legalacsonyabb a tőkeáttétele, a leglikvidebbek és jövedelmezőség szempontjából is az átlag felett állnak. Az adóarány mutató alapján az elvárt szinten teljesítik az adófizetési kötelezettségüket, ennek ellenére nem élnek a hitelfelvétel útján elérhető adóalap csökkentő lehetőséggel, miközben a befektetett eszközök állomány alapján lehetőség lenne a tőkeáttétel növelésére. A másik kevésbé eladósodott klaszter esetében is a nyereséges szervezetek dominálnak, likviditás szempontjából a sokasági átlag felett, a tartós eszközök aránya alapján pedig attól elmaradnak a csoportot alkotó vállalkozások.

A regressziós modell magyarázóereje a magyar minta esetében a legmagasabb és a determinánsok is a fix hatású modellben egy kivételével 5%-os szignifikánsnak bizonyultak, a dinamikus panel a kor, a méret és az adóarány mutató esetében nem mutatott ki összefüggést. A V3-ak és a nyugati országok modelljei hasonló magyarázó erővel bírnak és a kapcsolatok iránya és ereje között is több hasonlóság vehető észre. Ez alapján elmondható, hogy a lejáratától független eladósodottság mértéke Magyarországon jobban függ a vállalkozások belső adottságaitól, mint a hasonló gazdasági fejlődéstörténettel rendelkező országok vagy a nyugat-európai régió meghatározó gazdaságai esetében.

A tartós források vonatkozásában a magyarázó erő a V3-as modellnél a legalacsonyabb, mindössze 11,8%, a legmagasabb R^2 pedig a nyugat-európai cégeknél figyelhető meg, miközben a magyar cégeken alapuló modell a kettő között helyezkedik el. Ez alapján a hosszú lejáratú források elérhetősége kevésbé függ a vállalatspecifikus tényezőktől a V3 országaiban, viszont a magyarázó erő nagyságából arra lehet következtetni, hogy a nyugati országoknál is inkább a makrotényezők alakítják a hosszú lejáratú eladósodottság mértékét. Ezzel szemben a determinánsok szerepe nagy jelentőséggel bír, hiszen hosszú lejáratú kötelezettségek az a forrástípus, aminek elérhetősége leginkább feltételekhez

kötött, jelenléte több okból is kívánatos a forrásszerkezetben, azonban nem minden szervezet tud megfelelni a forrást nyújtó által támasztott követelményeknek.

A legmagasabb magyarázó erő a rövid lejáratú forrásokra vonatkozó modellnél figyelhető meg, hasonlóan az összes idegen forrásokra végzett elemzéshez, itt is a magyar modell bizonyult a legjobbnak. Az így kapott eredmények egybevágnak Krénusz (2007) magyar vállalati mintán végzett kutatásának eredményével, ahol szintén a rövid lejáratú forrásoknak jut kiemelt szerep a vállalatok finanszírozásában és jelentős szerepet játszanak a vállalatspecifikus tényezők a függő változó magyarázatában.

4. ÚJ ÉS ÚJSZERŰ TUDOMÁNYOS EREDMÉNYEK

Kelet és nyugat relációjában egy olyan nemzetközi adatbázist állítottam össze, ami több szempont alapján is Magyarország köré összpontosul. A Visegrádi Együttműködés országait a közös érdekképviselet mellett összeköti a földrajzi elhelyezkedés és az azonos gazdasági fejlődéstörténet. A nyugati országok mellett, hogy Európai unió gazdaságának meghatározó szereplői, valamennyien jelentős szerepet játszanak a közép-európai régió fejlődésében, többek között a bilaterális kereskedelmi kapcsolatok és nagyvállalataik érdekeltségein keresztül.

- 1. A kutatás során igazoltam, hogy a tőkeszerkezetet meghatározó endogén tényezők összetételében nincs jelentős különbség, ugyanazok a vállalatspecifikus tényezők bizonyultak szignifikánsnak mindegyik vizsgált csoport esetében és a kapcsolat iránya is megegyezett, a különbség a magyarázó erőben és a koefficiensek értékeiben jelentkezett.**

A többváltozós statisztikai elemzések igazolták, hogy az eladósodottság a vizsgált időszak alatt folyamatosan csökkent, valamennyi év szignifikánsnak bizonyult, negatív együttthatókkal. Ez a megállapítás érvényes volt mind a két csoportra és külön a magyar mintára is, ami alapján igazoltam, hogy nem csak a mutatók összetétele, hanem az eladósodottság változásának trendje is azonos a két régióban. A korábbi kutatások a 90-es és 2000-es évek időszakait fedték le, ekkor még több esetben nem látszódtak érvényesülni a nemzetközi vizsgálatok alapján igazolt összefüggések. Kutatásom megállapításai ebből a szempontból is előrelépést jelentenek hazai vállalkozások tőkeszerkezetének a vizsgálatánál, hiszen amellet, hogy a világgazdasági válság által érintett, jelenleg is aktuális időszakot vizsgál, egyúttal feltárja a régiós hovatartozás által determinált hasonlóságokat.

- 2. A forrásszerkezetet meghatározó tényezők összetételének vizsgálata mellett közelebb kerültünk a nyugati országok magasabb eladósodottságának okaihoz, mivel a vállalatspecifikus tényezők nem mutattak jelentős eltérést, ezért a makrotényezők szerepét, ezeken**

belül is főként a kedvezőbb pénzügyi környezet igazolódott a kutatásaim alapján meghatározónak.

A korábbi hazai kutatások a befektetett eszközök fedezetként történő bevonhatóságának korlátait említik a visszafogott hitelezés magyarázataként (Cornelli et. al, 1996).

3. Disszertációmban igazoltam, hogy a befektetett eszközök fedezetként alkalmazhatóságának hazai viszonylatban is pozitív hatása van hitelezésre, azonban ez a hatás még mindig nem annyira erős, mint a nyugati gazdaságokban.

Az elemzések nem tudtak kimutatni egyértelmű kapcsolatot az eladósodottság és a vállalat kora, illetve az adóarány között. Ebből azt következtetést vonom le, hogy az elérhető vállalat-specifikus adatok transzparenciájának növekedése napjainkban elérte azt a szintet, hogy az hitelbírálatot megelőző előrejelzési modellekben háttérbe szorult a vállalkozás kora, ami egyben azt is jelentheti, hogy az adott változó kevésbé differenciál a fizetéképtelenséget illetően, így döntés meghozatalánál viszszaszorult a jelentősége.

4. Az eladósodottság és a jövedelmezőség kapcsolatának vizsgálata során megerősítést nyert a hierarchia elmélet azon feltételezése, mely szerint negatív kapcsolat van a két mutató között és ez valamennyi tőkeszerkezeti mutatóra és földrajzi régióra érvényesnek bizonyult.

A kapcsolat iránya egyben cáfolja a választásos elmélet feltételezését, mely alapján a nyereséges vállalatok az alacsonyabb csődvalószínűségük miatt könnyebben elérhető külső forrásokat preferálják a finanszírozási szerkezetükben. Ezzel szemben a jövedelmező gazdálkodás inkább a saját tőke újbóli befektetését ösztönzi, az idegen források bevonása helyett. Tekintettel a vizsgált időtávra és a mintában lévő vállalkozások földrajzi elhelyezkedésének sokszínűségére, közelebb kerülünk egy általános érvényű megállapításhoz, ami segít dönteni a két egymással szemben álló elmélet adott pontja kapcsán.

5. KÖVETKEZTETÉSEK, JAVASLATOK

A hipotézisek értékelésénél a disszertációban alkalmazott valamennyi módszer eredményét figyelembe vettem, azonban igyekeztem a többváltozós statisztikai módszerekkel alátámasztott megállapításokat nagyobb súllyal figyelembe venni. Ezért első körben mindig a klaszter és regresszióanalízisek alapján kapott eredményeket értékeltem, majd mintegy megerősítésként összevettem a leíró statisztikai vizsgálatok összefüggéseivel. A feltételezések egy része nem specifikálja pontosan, hogy mely tőkeszerkezeti mutatóra irányult a vizsgálat, hanem átfogóan tőkeáttételként nevesíti a függő változót, ami összhangban van a korábbi kutatásokban alkalmazott elnevezéssel. Mivel a vizsgálatok

a lejárati alapján elkülönülő mutatókra is kiterjedtek, ezért a hipotézisek értékelésénél mind a három eladósodottsági mutató kapcsán kapott összefüggéseket figyelembe vettem és amennyiben a kapcsolat iránya és megléte nem volt koherens, úgy az adott feltételrendszer alapján leginkább releváns mutató kiválasztásával próbáltam egyértelműen állást foglalni a hipotézis elfogadását illetően.

A fix eszközök hatását a befektetett eszközök és a tárgyi eszközök aránya mutatókkal mértem, a regresszióanalízisben csak az utóbbit szerepeltettem, mivel a kapcsolat mögött az eszközök fedezetként történő bevonhatósága áll, ami például immateriális javak esetében kérdéses. A mutató mind a három függő változó esetében szignifikánsnak bizonyult, a kapcsolat iránya csak a hosszú lejáratú kötelezettségek esetében alakult az elvárásaimnak megfelelően, ami a mutatók összetételét figyelembe véve nem mond ellent a gazdasági racionalitásnak. A tartós források mutató jelentős része 1 éven túl lejáratú hitelt takar, miközben a rövid lejáratú kötelezettségek mögött általában szállítói kötelezettségek állnak, ami kétféleképpen is értelmezhető: a vállalkozás piaci erőfölényét kihasználva a szállítóival finanszíroztatja az eszközeinek egy meghatározott részét, folyamatosan hosszú fizetési határidőket tart fent, a legalacsonyabb forrásköltség miatt ezt a finanszírozási módot preferálják. Azonban könnyen belátható, hogy ez nem a KKV szektor sajátossága, náluk a magas szállítói tartozás inkább a kötelezettségek felhalmozódást és a számlák lejáraton túli kifizetését feltételezik, tehát az eredménytelen gazdálkodás következményeként fogható fel. Ennél a típusú kötelezettségénél gyakorlatilag elhanyagolható a fedezetként bevonható eszközök relevanciája, a negatív irányú kapcsolat mögött sokkal inkább ágazat specifikus tényezők állhatnak, illetve a lejárati összhang betartása, ami a teljes sokaságra nézve tökéletesnek mondható, így a likvid eszközök és az ideiglenes források együtt mozgása érvényesül ennél a forrástípusnál, ami így kérdéssé teszi a hipotézis alkalmazhatóságát az adott mutatónál. Ugyanez érvényes az összes idegen tőke arányát leíró mutatóra, mivel általánosságban elmondható, hogy a rövid lejáratú kötelezettségek dominanciája érvényesül a forrásszerkezeten belül, így ennek a hatása határozza meg a kapcsolat irányát. Megoldás lehetne egy olyan adatbázis alkalmazása, ahol hitelek minden lejáraton elkülönülve jelennek meg, ennek korlátja jelenleg az adat-szolgáltatási szabályok, amik bizonyos méret alatt nem teszik kötelezővé az ilyen jellegű részletezést. A klaszteranalízis során jól elkülöníthető az adott csoport, ahol a magas tartós források aránya, magas fix eszközök aránnyal párosul. A hosszú távú kötelezettségek esetében tehát érvényesült a fix eszközök fedezetként történő alkalmazhatósága, ami egybevág a nemzetközi tapasztalatokkal és a fenti érvelés miatt **a H3-as hipotézist az adott lejáraton elfogadom és érvényesnek tekintem valamennyi vizsgált följajzi entitásra.**

A vállalatméretet leíró LNArbev mutató a rögzített hatású modell esetében konzisztens képet mutat, szinte valamennyi lejáraton kimutatható volt a szignifikáns pozitív irányú kapcsolat, egyedül a rövid távú kötelezettségeknél a nyugat-európai minta esetében nem volt igazolható a hatás. A dinamikus

panel csak a hosszú lejáratú források esetében jelezte szignifikánsnak a hatást, ott kapcsolat iránya megegyezett a rögzített hatású modellnél tapasztaltakkal. Bár a klaszteranalízis során a méret nem képezte részét a csoportosítás alapját nyújtó faktorok egyikének sem, a mutatószámok klaszterenkénti elemzésénél a legmagasabb tartós források aránnyal rendelkező csoportnál volt a legmagasabb a vállalatméretet leíró mutatószám mediánja. Az eredmény az adott lejáraton összhangban van a magyar és a nemzetközi kutatások megállapításaival, ezért **a hosszú távú kötelezettségek esetében a hipotézist elfogadottnak a többi lejáraton pedig részben elfogadottnak tekintem.**

A jövedelmezőség és a tőkeáttétel kapcsolata minden lejáraton és régióban kimutatható volt, a koeficiensok egységesen negatívak voltak az összes modell esetében, az értékek nem mutatnak jelentős eltérést, ezért **a H6-os hipotézist minden lejáraton elfogadottnak tekintem.** Az eredmények a hierarchia elmélettel vannak összhangban, mely szerint a nyereséges vállalatok előtérbe helyezik a saját tőkéből történő finanszírozást az idegen forrásokkal szemben.

A fix eszközöknél vizsgált mutatókhoz hasonlóan a likviditás esetében is felmerülnek a mutató összetételéből fakadó predeterminált összefüggések. Változásának egyik mozgatórugója a rövid lejáratú kötelezettségek állományváltozása, tehát az ideiglenes források növekedése negatívan hat a mutatóra és ez a kapcsolat közvetve meghatározhatja a hosszú lejáratú kötelezettségek és a fix eszközök aránya közötti együtt mozgás irányát. A szignifikancia és a kapcsolat iránya az elvárásoknak megfelelően alakultak a regresszióanalízis során, a változó a tartós források esetén végig szignifikáns és pozitív koefficienssel rendelkezik, tehát érvényesül a likviditás fizetőképesség megítélésére gyakorolt hatása, ami kedvezően hat a hitelintézeti források elérhetőségére. Ez viszont így ellentmond annak az elméletnek, hogy a magas likviditás által feltételezett visszatartott profit negatívan hat a hitelfelvételre, köszönhetően a hierarchia elméletben megfogalmazott forrásbevonási preferenciasorrend miatt. A klaszteranalízis eredményei viszont éppen ezt támasztják alá, annál a csoportnál, ahol magas volt a tartós források aránya, az egyik legalacsonyabb volt az átlagos likviditás, aminek magyarázata itt is a mutató összetételében keresendő. A magas befektetett összeg arány alacsonyabb likvid eszköz aránnyal jár együtt és mivel az összes idegen tőke arány átlagos szinten mozgott, a rövid lejáratú kötelezettségállomány nem elhanyagolható, átlagos volumene meghaladta likvid eszközállományét. Az egymásnak ellentmondó megállapítások felhívják a figyelmet az eredmények fenntartásokkal történő kezelésére és a mélyebb elemzés szükségességére.

A mainstream elméletek teszteléséhez alkalmazott mutatószámok szignifikanciája és a hatás iránya a legtöbb esetben nem mutatott eltérést, a hasonló gazdasági fejlődéstörténet mentén kialakított csoportokra egységesen érvényesnek bizonyultak a nemzetközi kutatások eredményei. A magyarázó erő tekintetében több esetben is jelentős különbség volt tapasztalható, a nyugati országokban a rövid és hosszú lejáratú idegen források esetében az R^2 értéke meghaladta a V3 országokét, ez alapján a

vállalatspecifikus tényezők jelentősebb hatást gyakorolnak a két típusú tőkeáttételre az említett csoportnál. A koefficiensek értékei között is találhatóak eltérések, a legkiemelkedőbb a fix eszközök aránya és a likviditási mutatók, ahol a releváns hosszú lejáratú források esetében a hatás a nyugati országokra lefuttatott modellnél volt erősebb. A klaszteranalízis során létrejött csoportok kettő kivételével, amik eladósodottság szempontjából a két végletet jelentették, nem tekinthetők homogénnek, a régiók közel azonos arányban képviseltették magukat az egyes klaszterekben. Ezek **alapján elfogadom a H1 hipotézist, mely szerint a tőkeszerkezeti elméletek hasonlóan érvényesülnek az eltérő gazdasági fejlődéstörténettel rendelkező országok csoportjai, a magyarázó erőben azonban eltérések vannak.**

A tőkeszerkezeti minták régiók alapján történő elkülönülése már a leíró statisztikai elemzés során is megmutatkozott, a kelet és nyugat-európai cégek alkotta csoportok elkülönülése a vizsgált időszak teljes egészében megfigyelhető, emellett a trendek is hasonlóan alakultak, a tőkeáttétel szintje fokozatosan csökkent a mintában szereplő valamennyi ország esetében. A földrajzi elhelyezkedés és gazdasági fejlődéstörténet által definiált csoportok összetétele két ponton nem felelt meg az általam elképzeltnek: az olaszországi cégek átlagos tőkeáttétele jelentősen meghaladta a nyugati csoportátlagot, illetve Szlovákia az átlagos eladósodottság alapján inkább a másik csoportba sorolandó. Utóbbit figyelmen kívül hagyva valóban két csoport látszik kirajzolódni, ahol a V3-as blokkhoz tartozó 3 ország vállalatainak tőkeáttétele jelentősen alacsonyabb. Ezt erősíti meg a klaszteranalízis eredménye is, ahol a csoportosítás során a legalacsonyabb és legmagasabb áttételű klaszterek összetétele összhangban van a hipotézis állításával. A szlovák cégek hovatartozása rávilágított egy fontos tényezőre, mégpedig az eurozóna tagságra, ami szintén hatással lehet hitelek elérhetőségére, mégpedig az alacsonyabb kamatszint miatt. A szlovák cégek csoporttagsága miatt **így a H2-es hipotézist részben elfogadottnak tekintem, ugyanakkor ez megerősíti a kedvező pénzügyi környezetre vonatkozó érvelést.** A hipotézisek összefoglalását a 4. táblázat mutatja be.

4. táblázat: A hipotézisek és a vizsgálatok eredményei

Hipotézis	Módszer	Eredmény	Megjegyzés
<i>H1: a tőkeszerkezeti elméletek hasonlóan érvényesülnek az eltérő gazdasági fejlődéstörténettel rendelkező országok alkotta csoportokban, azonban a magyarázó erőben jelentős különbségek vannak.</i>	<i>Klaszteranalízis, regreresszió analízis</i>	Elfogadva	
<i>H2: a fejlett országokat tartalmazó csoportban magasabb lesz a tőkeáttétel és a hosszú lejáratú kötelezettségek aránya, kedvezőbb pénzügyi környezet miatt</i>	<i>Leíró statisztikai elemzés Klaszteranalízis, regreresszió analízis</i>	Elfogadva	Szlovákia utólag kikerült a csoportból az átlagos tőkeáttétel miatt
<i>H3: pozitív kapcsolat van a fix eszközök aránya és a tőkeáttétel között</i>	<i>Klaszteranalízis, regreresszió analízis</i>	Részben elfogadva	A kapcsolat feltételezett iránya a hosszú lejáratú kötelezettségek esetében érvényesül
<i>H4: pozitív kapcsolat van a vállalatméret és az eladósodottság között</i>	<i>Regreresszió analízis</i>	Elfogadva	
<i>H5: pozitív kapcsolat van a kor és az tőkeáttétel között</i>	<i>Regreresszió analízis</i>	Elutasítva	Szignifikáns együtthatók esetén az érték nagyon alacsony volt
<i>H6: negatív kapcsolat van a jövedelmezőség és a tőkeáttétel között</i>	<i>Klaszteranalízis, regreresszió analízis</i>	Elfogadva	
<i>H7: negatív kapcsolat van a növekedési potenciál és a hosszú lejáratú hitelek aránya között</i>	<i>regresszió analízis</i>	Elutasítva	Nem egyértelmű a kapcsolat iránya
<i>H8: negatív kapcsolat van a likviditás és a tőkeáttétel között</i>	<i>Klaszteranalízis, regreresszió analízis</i>	Részben elfogadva	Az összes idegen tőkére és a rövid lejáratú kötelezettségekre érvényesül
<i>H9: amennyiben rendelkezésre állnak a nem adósságjellegű adó megtagarítási lehetőségek, úgy a vállalatok inkább ezeket részesítik előnyben a tőkeáttétel növelésével szemben.</i>	<i>Klaszteranalízis, regreresszió analízis</i>	Részben elfogadva	Az amortizáció hatása kimutatható, azonban az adóarány mutató nem bizonyult szignifikánsnak.

Forrás: Saját szerkesztés

6. ÖSSZEFOGLALÁS

Disszertációm megírásának elsődleges motivációja a magyarországi tőkeszerkezeti vizsgálatok folytatása és nemzetközi kiterjesztése, mivel az eddigi kutatások a felhasznált adatbázisok korlátai miatt ezt eddig nem tették lehetővé. Ezáltal lehetőség nyílt a korábban nyitva maradt kérdések

megválaszolására és olyan összefüggések feltárására, amikhez elengedhetetlen volt a vizsgálat több országra történő kiterjesztése. Miért a tőkeszerkezet és miért ebben a kontextusban vizsgálom a magyarító tényezőket? Cégvezetőként többször szembesültem a régiós különbségekkel, a finanszírozási döntések során jóval kevesebb lehetőség állt a rendelkezésemre a magyarországi cég fejlődésének különböző szakaszaiban, mint a nyugat-európai anyavállalat esetében, miközben a gazdasági racionalitás ezt nem indokolta. Feltételezésem szerint az okok tehát nem a vállalatspecifikus tényezőkben, hanem sokkal inkább a pénzügyi környezet által teremtett feltételrendszer különbözőségében rejlenek, aminek feltárásához első lépésként ebben a dolgozatban próbáltam meg igazolni a mikro tényezők országoktól független hatását.

A disszertáció első része a finanszírozás, a tőkeszerkezet és a kis- és középvállalkozások definíciójával foglalkozik. Ezt követi a szakirodalmi áttekintés, ahol a tőkeszerkezeti elméletek kerülnek bemutatásra, lehetőség szerint kronológiai sorrendben és a különböző megközelítések alapján rendszerezve. A következő fejezetben ismertetem a tőkeszerkezetet meghatározó endogén vagy vállalatspecifikus tényezőket, ahol törekedtem azokra a változókra helyezni a nagyobb hangsúlyt, amik az empirikus kutatás során is szerepet játszottak. Az exogén tényezők azok nehezebb igazolhatósága és az elemzés mutatószám központúsága miatt kevésbé vannak fókuszban, ugyanakkor a legfontosabbak kapcsán az eddigi kutatások eredményei bemutatásra kerültek.

A hipotézisek két csoportra oszthatók, egyik részük az általános tőkeszerkezeti elméletek tesztelésére irányul a gazdasági válság által érintett periódusban, a másik részük pedig a gazdasági fejlettség alapján elkülönült régiók differenciáló hatását vizsgálja. Az adatbázis ismertetése során részletezésre kerülnek a mintavétel során alkalmazott szabályok és az országok kiválasztásának háttere. Ezt követi a függő és független változóként alkalmazott pénzügyi mutatószámok és a kiszámításukra alkalmazott képletek bemutatása, majd az alkalmazott módszerek részletes leírása következett.

A következtetések fejezet a függő változók leíró statisztikai elemzésével indul, az eladósodottság átlagos szintjéről már itt kap egy általános képet az olvasó, ami előrevetíti a többváltozós elemzések során tesztelni kívánt összefüggések irányát. A tőkeáttétel csökkenő tendenciája nem csak a teljes mintára, hanem a vizsgált országokra külön-külön is érvényes és a két régió jól elkülönül a mutató átlagos értéke alapján két kivétellel: Olaszország esetében az eladósodottság meghaladja az eleve magasabb nyugati országok csoportjának az átlagát, míg a Szlovákiára vonatkozó mutató nem illeszkedik a kelet-európai szinthez, értéke alapján inkább a másik csoportban lenne a helye. Ez indokolta a regresszióanalízis során a V3-ak alkalmazását.

A faktoranalízis során az eredeti változók egy részét 3 faktorba tömörítettem és ezeket alkalmaztam klaszterképző változóként, ami végül a K-közép klaszterezési eljárás segítségével 6 klaszterbe sorolta

be a mintában szereplő vállalkozásokat. Az alkalmazott adatbázis panel struktúrájú, az adatok a 2008-tól 2015-ig terjedő időszakot ölelik fel, ezért a végső elemszám a cégek számának a nyolcszorosa. Az elemzés során kapott klaszterekre nem csak a faktorokat alkotó változókat, hanem valamennyi. általam relevánsnak tartott mutatószám középértékét megvizsgáltam és ezek alapján jellemeztem a különböző csoportokat. Az egyik legfontosabb megállapítás a régiós összetételre vonatkozik, mely alapján a minta jelentős részére elmondható, hogy a csoporthoz tartozásban nem játszik szerepet a Kelet-Nyugat reláció, csak az eladósodottság szempontjából két végletet jelentő klaszterekben tapasztalható jelentős különbség. Ebben a két esetben feltártam a klaszterek dinamikáját is, ami jól szemléltette a magasabb eladósodottságú csoportokból történő elvándorlást a konzervatívabb tőkeszerkezeti politikát folytatók felé. A faktorok diszkrimináló hatását varianciaanalízissel támasztottam alá.

A panelvizsgálatok során a rögzített hatású modellt és az Arellano-Bover/Blundell-Bond rendszer GMM becslést alkalmaztam, melyek az esetek többségében konzisztens eredményt adtak. Ezek alapján értékeltem a hipotéziseket és fogalmaztam meg az új és újszerű kutatási eredményeket. A tőkeszerkezetet meghatározó tényezők szignifikánsnak bizonyultak a fix eszközök, a jövedelmezőség, az amortizáció aránya és a likviditás esetében, amik összhangban voltak a nemzetközi kutatások eredményeivel és valamennyi vizsgált régióra érvényesnek tekinthető. A magyarázó erőkből viszont eltérések mutatkoztak, ami megerősítette azt a feltételezésemet, hogy bár ugyanazon tényezők befolyásolják a tőkeszerkezeti politikát, a hatás a nyugat-európai gazdaságok esetében erősebb. A régiós hovatartozást érintő másik hipotézisem is megerősítést nyert, mely alapján az eladósodottság átlagos szintje magasabb a nyugat-európai országok vállalkozásainál, feltételezésem szerint a fejlettebb pénzügyi közvetítő rendszernek és a kedvezőbb kamatkörnyezetnek köszönhetően. Figyelembe véve a hazai kutatások korábbi eredményeit, kirajzolódni látszik egy evolúciós folyamat a tőkeszerkezeti politika kapcsán, ami erősen konvergál a fejlett nyugati gazdaságok trendjeihez. Meglátásom szerint ezt a konverziót az eurozónához történő csatlakozás és a hazai hitelintézeti szektor fejlődése teheti majd teljessé.

IRODALOMJEGYZÉK

1. SZÉKELY M., BARNA I. (2004): Túlélőkészlet az SPSS-hez. Többváltozós elemzési technikákról társadalomkutatók számára. Budapest: Typotex kiadó, 456 p.
2. WOOLRIDGE, J.M. (2000): Introductory Econometrics, A Modern Approach, South-Western College Publishing
3. KRÉNUSZ Á. (2007): A tőkeszerkezet meghatározó tényezőinek új modellje és annak vizsgálata Magyarország példáján. Doktori értekezés, Budapest

4. CORNELLI F. PORTES R. SCHAFFER M. E. (1996): The Capital Structure of Firms in Central and Eastern Europe CEPR Discussion Paper Series No. 1392. 1996.

AZ ÉRTEKEZÉS TÉMÁJÁBAN MEGJELENT PUBLIKÁCIÓK

Tudományos folyóiratban megjelent cikk idegen nyelven

Boda Dániel, Szücs Gábor

Can tangible assets be determinant in capital structure including profitability? Comparative analysis on the Hungarian and the French wine industries
JOURNAL OF WINE RESEARCH 28:(1) pp. 46-55. (2017)

Link(ek): [DOI](#)

Folyóiratcikk/Szaccikk/Tudományos

Szücs Gábor, Boda Dániel, Martin Luptak

Profitability and Capital Structure: An Empirical Study of French and Hungarian Wine Producers in 2004-2013

 BUSINESS SYSTEMS RESEARCH JOURNAL 7:(1) pp. 89-103. (2016)

Link(ek): [DOI](#)

Folyóiratcikk/Szaccikk/Tudományos

Szücs Gábor

The financial analysis of the Hungarian automotive industry based on profitability and capital structure ratios

CENTRAL EUROPEAN BUSINESS REVIEW 4:(1) pp. 61-73. (2015)

Folyóiratcikk/Szaccikk/Tudományos

Tudományos folyóiratban megjelent cikk magyar nyelven

Boda Dániel, Szücs Gábor

A magyar és francia bortermelő ágazat tőkeszerkezetének vizsgálata

BORÁSZATI FÜZETEK 25:(5) pp. 1-7. (2015)

Folyóiratcikk/Szaccikk/Tudományos

Tudományos idegen nyelvű konferencia előadás teljes terjedelemben kiadványban megjelenve

Szücs Gábor, Dr. Gyulai László

The Effect of the Economic Crisis on the Bank Profitability in the V4 Countries

In: Takács István (szerk.)

MANAGEMENT, ENTERPRISE AND BENCHMARKING (MEB) 2017: "Global challenges, local answers". 510 p.

Konferencia helye, ideje: Budapest, Magyarország, 2017.04.28-2017.04.29. Budapest: Óbudai Egyetem Keleti Károly Gazdasági Kar, 2017. pp. 97-109.

(ISBN:[978-963-449-027-2](#))

Befoglaló mű link(ek): [Teljes dokumentum](#)

Könyvrészlet/Konferenciaközlemény/Tudományos

Daniel Boda, Martin Luptak, Laszlo Pitlik, Gabor Szucs, Istvan Takacs

Prediction of Insolvency of Hungarian Micro Enterprises

In: Maja Bačović, Marin Milković, Mirjana Pejić Bach, Sanja Peković (szerk.)

Proceedings of the ENTRENOVA: Enterprise Research Innovation Conference: 2nd ENTRENOVA - ENTERPRISE RESEARCH INNOVATION CONFERENCE. Konferencia helye, ideje: Rovinj, Horvátország, 2016.09.08-2016.09.09. Zágráb: Udruga za promicanje inovacija i istraživanja u ekonomiji "IRENET", pp. 352-359.

Egyéb konferenciaközlemény/Konferenciaközlemény/Tudományos

Martin Luptak, Boda Dániel, Szücs Gábor

ORBIS as a Research Tool: Examination of the Capital Structure of the Hungarian and French Wine Industry

In: Maja Bacovic, Marin Milkovic, Mirjana Pejic Bach, Sanja Pekovic (szerk.)

Proceedings of the ENTRENOVA: Enterprise Research Innovation Conference. Konferencia helye, ideje: Kotor, Montenegro, 2015.09.10-2015.09.11. pp. 120-130.

Befoglaló mű link(ek): [Egyéb URL](#)

Egyéb konferenciaközlemény/Konferenciaközlemény/Tudományos

Tudományos magyar nyelvű konferencia előadás teljes terjedelemben kiadványban megjelenve

Boda Dániel, Szücs Gábor

A magyar és francia bortermelő ágazat tőkeszerkezetének vizsgálata

In: Doktoranduszok Országos Szövetsége

Tavaszi szél [elektronikus dok.]: absztraktkötet 2015. 485 p.

Konferencia helye, ideje: Eger, Magyarország, 2015.04.10-2015.04.12. Budapest: Publio Kiadó, 2015. pp. 943-956.

(ISBN:[978-963-397-702-6](#))

Befoglaló mű link(ek): [Egyéb URL](#), [Egyéb URL](#), [OSZK](#), [Teljes dokumentum](#)

Könyvrészlet/Konferenciaközlemény/Tudományos

Martin Luptak, Boda Dániel, Szücs Gábor

ORBIS as a Research Tool: Examination of the Capital Structure of the Hungarian and French Wine Industry

In: Maja Bacovic, Marin Milkovic, Mirjana Pejic Bach, Sanja Pekovic (szerk.)

Proceedings of the ENTRENOVA: Enterprise Research Innovation Conference. Konferencia helye, ideje: Kotor, Montenegro, 2015.09.10-2015.09.11.pp. 120-130.

Befoglaló mű link(ek): [Egyéb URL](#)

Egyéb konferenciaközlemény/Konferenciaközlemény/Tudományos

Tudományos magyar nyelvű konferencia előadás teljes terjedelemben kiadványban megjelenve

Szücs Gábor, Dr. Habil Takács István

Magyar mikro vállalkozások fizetéseképtelenségének előrejelzése

In: Balogh Jeremiás Máté, Poreisz Veronika, Schaub Anita, Tóbi István (szerk.)

Közgazdász Kutatók és Doktoranduszok III. Téli Konferenciája: Tanulmánykötet. Konferencia helye, ideje: Budapest, Magyarország, 2016.01.29 Budapest: Doktoranduszok Országos Szövetsége, Közgazdaságtudományi Osztály, 2016. pp. 100-111.

(ISBN:[978-963-7692-75-8](#))

Befoglaló mű link(ek): [📄 Teljes dokumentum](#)

Könyvrészlet/Konferenciaközlemény/Tudományos

Gyulai László, Szücs Gábor

Azonos úton, eltérő irányban?: A visegrádi országok húsiparának kiemelt jellemzői a válság éveiben

In: Solt Katalin (szerk.)

Alkalmazott tudományok II. fóruma: Konferenciakötet. 786 p.

Konferencia helye, ideje: Budapest, Magyarország, 2015.03.12-2015.03.13. Budapest: Budapesti Gazdasági Főiskola, 2015. pp. 217-237.

(ISBN:[978-963-7159-99-2](#))

Könyvrészlet/Konferenciaközlemény/Tudományos

Boda Dániel, Szücs Gábor

A magyar és francia bortermelő ágazat tőkeszerkezetének vizsgálata

In: Doktoranduszok Országos Szövetsége

Tavaszi szél [elektronikus dok.]: absztraktkötet 2015. 485 p.

Konferencia helye, ideje: Eger, Magyarország, 2015.04.10-2015.04.12. Budapest: Publio Kiadó, 2015. pp. 943-956.

(ISBN:[978-963-397-702-6](#))

Befoglaló mű link(ek): [📄 Egyéb URL](#), [📄 Egyéb URL](#), [OSZK](#), [Teljes dokumentum](#)

Könyvrészlet/Konferenciaközlemény/Tudományos

Szücs Gábor


A magyarországi járműgyártás jövedelmezőségének és forrásszerkezetének statisztikai elemzése

In: Hauck Zs, Keresztes ÉR, Poreisz V, Tóbi I (szerk.)

Közgazdász Kutatók és Doktoranduszok II. Téli Konferenciája. 404 p.

Konferencia helye, ideje: Győr, Magyarország, 2015.01.30-2015.01.31. Győr: Doktoranduszok Országos Szövetsége, Közgazdaságtudományi Osztály, 2015. pp. 295-305.

(ISBN:[978-615-80044-9-7](#))

Befoglaló mű link(ek):  [Teljes dokumentum](#)

Könyvrészlet/Konferenciaközlemény/Tudományos