



DOKTORI (PhD) ÉRTEKEZÉS

**A hazai vállalkozások tőkehelyzetében és tőkeszerkezetében
bekövetkezett változások és azok hatásainak elemzése**

Gyurcsik Petronella

Gödöllő

2020

A doktori iskola megnevezése: Gazdaság- és Regionális Tudományi Doktori Iskola

A doktori iskola tudományága: gazdálkodás- és szervezéstudományok

**A Doktori Iskola vezetője: Dr. habil. Popp József DSc. egyetemi tanár,
az MTA doktora**

**Szent István Egyetem
Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar**

Témavezető: Dr. Pataki László Zsolt PhD egyetemi docens

**Szent István Egyetem
Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar
Pénzügy, Számvitel és Controlling Intézet**

.....

Iskolavezető jóváhagyása

.....

Témavezető jóváhagyása

Tartalomjegyzék

1. Bevezetés.....	1
1.1. Témafelvetés	1
1.2. Célkitűzések	4
1.3. Hipotézisek.....	5
2. Irodalmi áttekintés	7
2.1. Vállalatfinanszírozás konvencionális és nem konvencionális megközelítésben.....	7
2.1.1. A finanszírozás fajtái	9
2.1.2. A tőke költsége	14
2.1.3. Tőkeszerkezet fogalmának meghatározása	16
2.2. A tőkeszerkezeti elméletek értékelése	18
2.2.1. A tradicionális tőkeszerkezeti elméletek és az MM tételek	19
2.2.2. A választásos elmélet (Trade- off Theory)	23
2.2.3. Az ügynök elmélet (Agency Theory)	25
2.2.4. Hierarchia elmélet (Pecking Order Theory).....	29
2.3. A tőkeszerkezet meghatározó tényezői.....	30
2.3.1. Az exogén tényezők definiálása	31
2.3.1.1. A tőkepiac és a bankrendszer hatása a vállalati tőkeszerkezetre	31
2.3.1.2. Adózás és a tőkeszerkezet	34
2.3.1.3. Jogrendszer és egyéb makro tényezők	38
2.3.2. Az endogén tényezők összefoglalása.....	39
2.3.2.1. Jövedelmezőség	39
2.3.2.2. Vállalatméret	41
2.3.2.3. Vállalati növekedés	43
2.3.2.4. Az eszközök összetétele	44
2.3.2.5. Üzleti kockázat	44
2.3.2.6. Tulajdonosi szerkezet.....	45

2.3.2.7.	Tevékenység jellege	46
2.3.2.8.	Területi elhelyezkedés.....	47
2.3.2.9.	Egyéb tényezők.....	47
2.4.	A tőkeszerkezettel foglalkozó hazai kutatások összefoglalása	50
3.	Anyag és módszer	52
3.1.	Az elemzések tárgyát képező adatok forrásai, az adatbázis felépítése	52
3.2.	Az elemzések módszereinek leírása	56
4.	Eredmények.....	62
4.1.	A hazai vállalkozások tőkehelyzetének, tőkeszerkezetének és jövedelmezőségének elemzése aggregált adatok alapján.....	62
4.1.1.	A magyar vállalati szektor szerkezetének, gazdasági teljesítményének jellemzői	62
4.1.2.	A magyarországi vállalkozások eszköz- és tőkeszerkezetének elemzése	64
4.1.3.	A hazai vállalkozások jövedelmezőségének vizsgálata.....	72
4.1.4.	A hazai vállalkozások hitelszerkezetének vizsgálata, nemzetközi összehasonlításban	75
4.2.	A tőkeszerkezetet meghatározó tényezők modellje	79
4.3.	Különböző vállalatcsoportok tőkestruktúrájának, valamint a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti kapcsolat összehasonlító elemzése.....	83
4.4.	A faktor és a klaszterelemzés eredményei	91
4.5.	Nemzetgazdasági ágak banki kitétségének elemzése a jövedelmezőség tükrében	97
4.6.	A nyereséges gazdálkodást feltételező tőkeáttétel és eladósodottság vizsgálata	100
4.7.	Hipotézisek ellenőrzése	107
4.8.	Új tudományos eredmények.....	109
5.	Következtetések, javaslatok és további kutatási irányok	111
6.	Összefoglalás	114
7.	Summary	116
8.	MELLÉKLETEK	118

M1: Felhasznált irodalom.....	118
M2: TEÁOR főcsoportok megnevezése	133
M3: Az értekezésben alkalmazott mutatószámok számítási módja	134
M4: A sajáttőke-arány mutató átlagos értékei régióként és méretkategóriák szerint; 2010-2018	135
M5: Az összes kötelezettség arányának átlagos értékei régióként és méretkategóriák szerint; 2010-2018	136
M6: A rövid lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei régióként és méretkategóriák szerint; 2010-2018	137
M7: A hosszú lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei régióként és méretkategóriák szerint; 2010-2018	138
M8: A sajáttőke-arány mutató átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint;2010-2018, Magyarország	139
M9: Az összes kötelezettség arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; 2010-2018, Magyarország	139
M10: A rövid lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; 2010-2018, Magyarország.....	140
M11: A hosszú lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; 2010-2018, Magyarország.....	140
M12: A sajáttőke-arány mutató átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Dél-Dunántúl Régió, 2010-2018	141
M13: A sajáttőke-arány mutató átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Dél-Alföld Régió, 2010-2018	141
M14: A sajáttőke-arány mutató átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Közép-Dunántúl Régió, 2010-2018	142
M15: A sajáttőke-arány mutató átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Észak-Magyarország Régió, 2010-2018	142
M16: A sajáttőke-arány mutató átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Észak-Alföld Régió, 2010-2018	143
M17: A sajáttőke-arány mutató átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Nyugat-Dunántúl Régió, 2010-2018	143
M18: A sajáttőke-arány mutató átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Közép-Magyarország Régió, 2010-2018	144
M19: Az összes kötelezettség arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Dél-Dunántúl Régió, 2010-2018	144
M20: Az összes kötelezettség arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Dél-Alföld Régió, 2010-2018	145
M21: Az összes kötelezettség arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Közép-Dunántúl Régió, 2010-2018	145
M22: Az összes kötelezettség arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Észak-Magyarország Régió, 2010-2018.....	146
M23: Az összes kötelezettség arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Észak-Alföld Régió, 2010-2018	146

M24: Az összes kötelezettség arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Nyugat-Dunántúl Régió, 2010-2018	147
M25: Az összes kötelezettség arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Közép-Magyarország Régió, 2010-2018.....	147
M26: A rövid lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Dél-Dunántúl Régió, 2010-2018	148
M27: A rövid lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Dél-Alföld Régió, 2010-2018	148
M28: A rövid lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Közép-Dunántúl Régió, 2010-2018	149
M29: A rövid lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Észak-Magyarország Régió, 2010-2018.....	149
M30: A rövid lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Észak-Alföld Régió, 2010-2018	150
M31: A rövid lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Nyugat-Dunántúl Régió, 2010-2018	150
M32: A rövid lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Közép-Magyarország Régió, 2010-2018.....	151
M33: A hosszú lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Dél-Dunántúl Régió, 2010-2018	151
M34: A hosszú lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Dél-Alföld Régió, 2010-2018	152
M35: A hosszú lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Közép-Dunántúl Régió, 2010-2018	152
M36: A hosszú lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Észak-Magyarország Régió, 2010-2018.....	153
M37: A hosszú lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Észak-Alföld Régió, 2010-2018	153
M38: A hosszú lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Nyugat-Dunántúl Régió, 2010-2018	154
M39: A hosszú lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Közép-Magyarország Régió, 2010-2018.....	154
M40: Eszközök összetétele és a nettó forgótőke a Dél-Dunántúl Régióban 2010-2018	155
M41: Eszközök összetétele és a nettó forgótőke a Közép-Dunántúl Régióban 2010-2018	155
M42: Eszközök összetétele és a nettó forgótőke a Nyugat-Dunántúl Régióban 2010-2018.....	155
M43: Eszközök összetétele és a nettó forgótőke az Észak-Magyarország Régióban 2010-2018.....	155
M44: Eszközök összetétele és a nettó forgótőke az Észak-Alföld Régióban 2010-2018	156
M45: Eszközök összetétele és a nettó forgótőke a Közép-Magyarország Régióban 2010-2018	156
M46: Eszközök összetétele és a nettó forgótőke a Dél-Alföld Régióban 2010-2018.....	156
M47: A vállalkozások tőkeszerkezetének összehasonlítása TEÁOK főcsoportok szerint	157
M48: A faktoranalízis eredményei	157

M49: A two-step klasztereljárás eredménye	159
M50: Banki finanszírozás és a ROE kapcsolata tevékenységi körök szerint	160

Ábrajegyzék

1. ábra: értekezés felépítése, elkészítésének gondolatmenete	3
2. ábra: Finanszírozási formák csoportosítása	12
3. ábra: A nettó jövedelem (NI) elmélet.....	19
4. ábra: A nettó jövedelem (NOI) elmélet	20
5. ábra: A vállalati tőkeköltség és a pénzügyi tőkeáttétel kapcsolata a hagyományos elmélet alapján	21
6. ábra: MM 2. tétele	22
7. ábra: Az optimális hitelarány a választásos elmélet szerint	25
8. ábra: Optimális tőkeáttétel az ügynökköltségek figyelembevételével	27
9. ábra: Az ügynökelmélet alkalmazhatósága	28
10. ábra: A tőkeszerkezet meghatározó tényezői.....	30
11. ábra: A minta megoszlása a tőkeáttétel mértéke alapján.....	54
12. ábra: Magyarországi vállalkozások megoszlása területi elhelyezkedés alapján, 2017	62
13. ábra: Magyarországi vállalkozások megoszlása tevékenységi körök szerint, 2017	63
14. ábra: Források összetétele; 2010-2018.....	65
15. ábra: Források összetétele régióként; 2018.....	66
16. ábra: Források összetétele méretkategóriák szerint; 2018	67
17. ábra: Források összetétele tevékenységikörönként; 2018	68
18. ábra: Eszközök összetétele és a rövid lejáratú kötelezettségek; 2010-2018.....	69
19. ábra: Eszközök összetétele és a rövid lejáratú kötelezettségek régióként; 2018	70
20. ábra: Eszközök összetétele és a rövid lejáratú kötelezettségek méretkategóriák szerint; 2018 ..	71
21. ábra: Eszközök összetétele és a rövid lejáratú kötelezettségek tevékenységikörönként; 2018 ...	72

22. ábra: Jövedelmezőségi mutatók alakulása; 2010-2018	72
23. ábra: Jövedelmezőségi mutatók alakulása régióként; 2018.....	73
24. ábra: Jövedelmezőségi mutatók alakulása méretkategóriák szerint; 2018	74
25. ábra: Jövedelmezőségi mutatók alakulása tevékenységikörönként; 2018.....	74
26. ábra: Vállalati hitelek éves növekedési üteme nemzetközi összehasonlításban; 2008-2019	75
27. ábra: A GDP-arányos vállalati hitelállomány nemzetközi összehasonlításban; 2006-2018	76
28. ábra: Vállalati hitelállomány összetétele Magyarországon; 2005-2019.....	77
29. ábra: Vállalati hitelállomány megoszlása a nemzetgazdasági ágak között; 2010-2019.....	78
30. ábra: Az eladósodottságot befolyásoló tényezők modellje.....	80
31. ábra: Tőkeszerkezet és a jövedelmezőség	87
32. ábra: A ROE és a tőkeáttétel közötti kapcsolat erőssége a különböző szegmensekben (p=0,000)	88
33. ábra: Tőkeáttétel és a ROE szórása	90
34. ábra: Végleges klaszterközéppontok.....	94
35. ábra: Tőkeszerkezet és a jövedelmezőség kapcsolata a klasztereken belül.....	95
36. ábra: Vállalatok megoszlása a banki hitelfinanszírozás alapján	97
37. ábra: Nyereséges – veszteséges vállalkozások aránya és a tőkeáttétel	100
38. ábra: Nyereséges – veszteséges vállalkozások aránya és az eladósodottság.....	101
39. ábra: Nyereséges – veszteséges vállalkozások aránya és a tőkeáttétel a mezőgazdasági vállalkozásoknál.....	102
40. ábra: Nyereséges – veszteséges vállalkozások aránya és az eladósodottság a mezőgazdasági vállalkozásoknál.....	103
41. ábra: Nyereséges – veszteséges vállalkozások aránya és a tőkeáttétel a nagyvállalkozásoknál	104
42. ábra: Nyereséges – veszteséges vállalkozások aránya és az eladósodottság a nagyvállalkozásoknál	105

Táblázatjegyzék

1. táblázat: A társasági adó mértékének változása a belföldi illetőségű adóalanyok körében	36
2. táblázat: A vizsgált minta összetétele méret és tevékenységi kör alapján	54
3. táblázat: A hipotézisek teszteléséhez használt módszerek összefoglalása	60
4. táblázat: A vállalkozások tőkeszerkezetének összehasonlítása méretük szerint	83
5. táblázat: A vállalkozások tőkeszerkezetének összehasonlítása tevékenységi körük szerint	84
6. táblázat: A vállalkozások tőkeszerkezetének összehasonlítása elhelyezkedés szerint	84
7. táblázat: Bonferroni-féle post-hoc teszt eredményei.....	85
8. táblázat: Mérlegfőösszeg alapján decilisekre osztott részminták átlagos tőkeszerkezeti mutatói.	85
9. táblázat: A Levene teszt eredményei.....	89
10. táblázat: Rotált faktormátrix	91
11. táblázat: A klaszterek elemszáma, megoszlása.....	93
12. táblázat: A faktorok diszkrimináló hatásának vizsgálata	93
13. táblázat: Banki finanszírozás és a ROE kapcsolata tevékenységi szektorok szerint	98
14. táblázat: Kapcsolatszorossági vizsgálat eredményei.....	99
15. táblázat: Empirikus kutatásom hipotéziseinek ellenőrzése	107

1. BEVEZETÉS

1.1. Témafelvetés

A szűkösen rendelkezésre álló erőforrások közötti választások és döntések tudományként ismert közgazdaságtan részét képező vállalati pénzügyekkel, azon belül a különböző vállalati szektorok tőkeszerkezetének vizsgálatával, valamint a jövedelmezőségre gyakorolt hatásával foglalkozik jelen értekezés.

A választások és a döntések a vállalati pénzügyek területén lényegében két, tágra megfogalmazott kérdés megválaszolásának formájában vannak jelen. Egyrészt a vállalkozások pénzügyi menedzsmentjének döntenie kell arról, hogy milyen beruházásokat valósítson meg a vállalkozás, majd a különböző finanszírozási lehetőségek közül ki kell választania a vállalkozás számára legkedvezőbb finanszírozási megoldásokat, döntenie kell azok mértékéről, struktúrájáról (Brealey- Myers, 2011).

Míg a beruházásokat érintő kérdéseknél különféle megtérülési mutatók segítik a döntéshozókat, addig a finanszírozási alternatívák közötti választásnak számos tényező figyelembevételével kell(ene) történnie.

A pénzügyi kultúra fejlődésével és a globalizáció térnyerésével párhuzamosan szélesedett a választható források palettája, amely a döntések során figyelembe veendő körülmények változását és számának növekedését is eredményezte. Így ezeknek a tényezőknek, körülményeknek a vizsgálata mindenkori aktualitással bír, a hazai és a nemzetközi tudományos kutatások gyakori témájává vált, amelyek a források összetételét determináló tényezőket a befolyásolás iránya alapján két csoportba sorolják. A szervezetben keletkezett, azon belül megjelenő komponenseket endogén, a kívülről eredő determinánsokat pedig exogén tényezőknek nevezzük, de a szakirodalomban gyakran találkozhatunk az endogén helyett a mikro vagy vállalatspecifikus és exogén helyett a makro vagy országspecifikus kifejezésekkel is, így a továbbiakban, szinonimaként használom ezeket a kifejezéseket.

Az empirikus kutatásom megalapozásaként, disszertáciomban összefoglaltam a vállalkozás szintjén interpretálható endogén tényezők hatásait vizsgáló empirikus kutatások eredményeit, vagyis azt, hogy a vállalat mérete, életciklusa, vagyoni, pénzügyi, jövedelmi helyzete, növekedési kilátásai, eszközeinek jellege és üzleti kockázata hogyan befolyásolja a vállalkozás tőkeszerkezetének alakulását. Bemutattam a gazdasági, pénzügyi környezet befolyásoló hatását, vagyis a vállalaton kívülről érkező, exogén tényezőket is, úgymint a kamatszintek, a tőkepiac, a bankrendszer (a bankszektor tevékenysége), az adórendszer és a jogrendszer tőkeszerkezeti döntésekre gyakorolt hatásait.

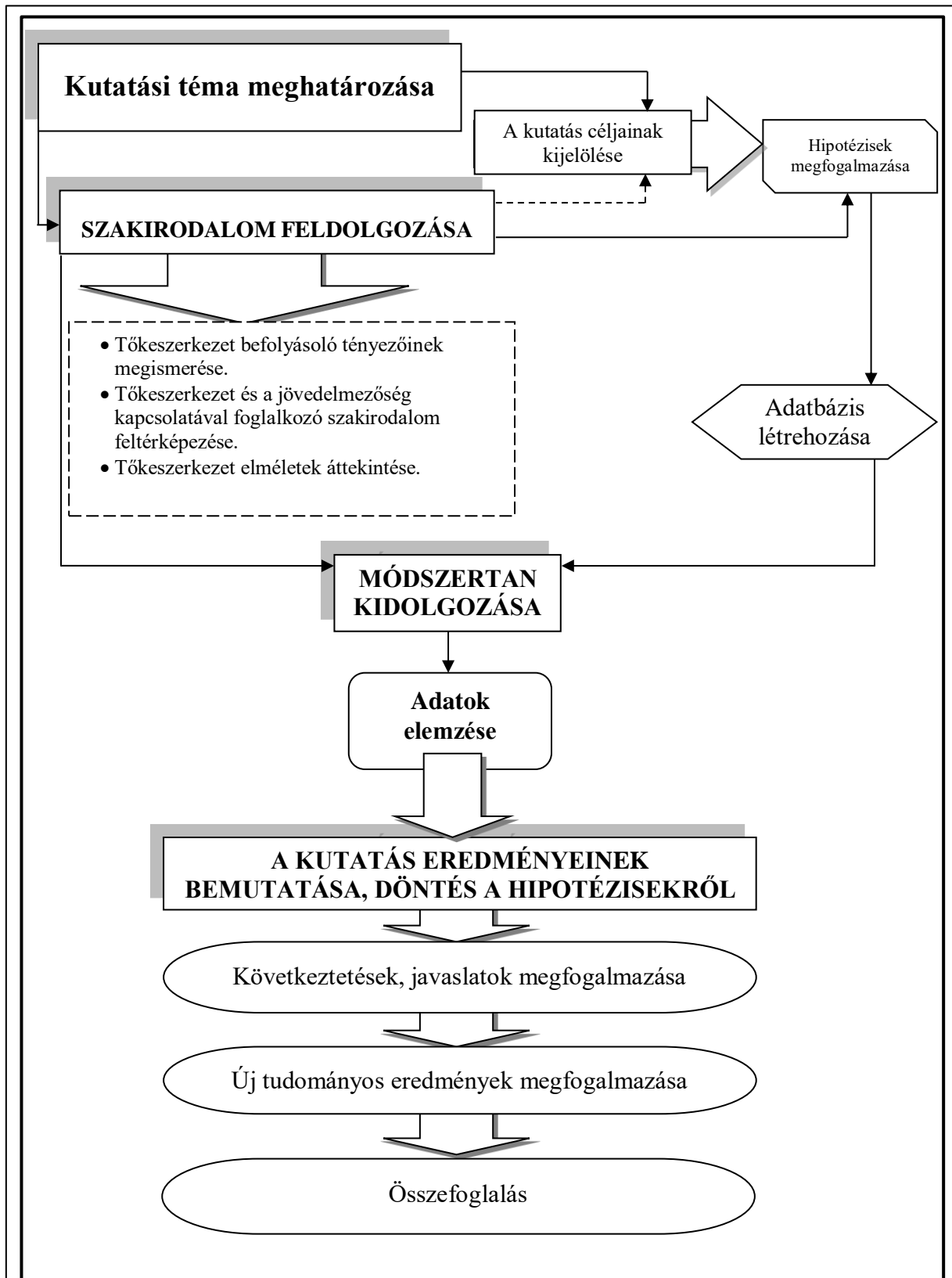
Ezen kívül ismertettem valamennyi tőkeszerkezet elmélet legfontosabb megállapítását, amelyek alapvetően arra keresik a választ, hogy létezik-e a saját és idegen forrásoknak olyan optimális aránya, amely hozzájárul a vállalat értékének maximalizálásához, milyen szempontok figyelembevételével hozható meg az optimális döntés, a források igénybevételének mi a helyes sorrendje. A vállalkozások jövedelmezősége szempontjából történő optimalizálás kérdése is a közgazdasági gondolkodás látókörébe került, ámbar a téma hazai empirikus kutatása – a többi tőkeszerkezeti vizsgálatokhoz képest – kevesebb figyelmet kapott.

Tehát a tőkeszerkezettel foglalkozó kutatásokat két nagy részre bonthatjuk. Egyrészt a tőkeszerkezetre ható tényezőket és a döntés során figyelembe veendő kritériumokat vizsgáló, ide sorolva a források sorrendjére irányuló, úgynevezett „hierarchia” elméletet is, másrészt a meghatározott vagy kialakult tőkeszerkezet által determinált teljesítmény és piaci érték összefüggéseivel foglalkozó kutatásokat különböztethetjük meg.

A téma korábban kifejtett mindenkori aktualitása mellett kiemelten időszerűnek tekinthető a globális koronavírus-járvány okozta negatív gazdasági hatások enyhítéséhez kapcsolódó monetáris politikai intézkedések kapcsán. Ahogy Bodnár és szerzőtársai (2014) is fogalmaztak, a válságból való hitelezés nélküli kilábalás során a gazdasági növekedés üteme alacsonyabb, mint a hitelezés növekedése melletti epizódokban. Ezzel konszonanciában a Magyar Nemzeti Bank elindította a Növekedési Hitelprogram keretében az NHP Hajrá! programját. Mindezek alapján a vállalkozások finanszírozásával, az optimális (maximális) hitelarány meghatározásával foglalkozó kutatás aktualitása nem kérdéses, újszerűsége pedig egyrészt a tőkeszerkezet meghatározó tényezőinek magyarázó erejét vizsgáló, az egyes tényezők egymással való összehasonlítására is alkalmas modell felállításában, másrészt a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség, eredményesség közötti kapcsolat több aspektusból történő elemzésében rejlik.

Az eddigi hasonló kutatások jelentős hányada csupán a kis- és középvállalkozásokra (a továbbiakban kkv; kkv szektor), illetve egy-egy tevékenységi körre, jellemzően az agrárvállalkozásokra, illetve a feldolgozóiparra fókuszáltak. Értekezésemben a korábbi gyakorlattól eltérően a nagyvállalatok is részét képezik elemzéseimnek, illetve egy konkrét ágazat vizsgálata helyett valamennyi ágazat összehasonlítását vettem górcső alá. Ezen kívül – figyelemmel hazánk területi egyenlőtlenségeire – Magyarország régióinak vonatkozásában is vizsgálom a vállalkozások tőkeszerkezetének alakulását. Ezen megközelítések révén disszertációm további új eredményekkel gazdagíthatja a tőkeszerkezettel foglalkozó szakirodalmat.

Értekezésem felépítését, elkészítésének gondolatmenetét az 1. ábra szemlélteti.



1. ábra: értekezés felépítése, elkészítésének gondolatmenete

Forrás: Saját szerkesztés.

1.2. Célkitűzések

Empirikus kutatásom célja egyrészt, hogy megvizsgáljam a szakirodalmakból megismert tőkeszerkezetet meghatározó tényezők milyen mértékben magyarázzák az eladósodottságot, mekkora hatással vannak alakulására, másrészt pedig arra kerestem a választ, hogy az adott pénzügyi tőkeáttétel¹ mellett mekkora saját tőke arányos jövedelmezőséget érnek el a különböző ismérvek szerint csoportosított vállalkozások, vagyis azt, hogy a tőkeszerkezet alakulása hogyan befolyásolja a saját tőke jövedelmezőségét. Ezzel lényegében szintén a szakirodalmi áttekintés részeként megismert tőkeszerkezet elméletek közül a választásos tőkeszerkezet elmélet (Trade-off Theory) érvényesülését teszteltem különböző vállalatcsoportokon, mindemellett megkísértem a nyereségesség szempontjából optimális tőkeáttételi, illetve eladósodottsági szint meghatározását.

Véleményem szerint, heterogén csoportok összehasonlító elemzésével olyan látens tényezők és összefüggések is feltárhatók, amelyek közelebb visznek kutatásom fő irányvonalához, vagyis a jövedelmezőség, nyereségesség szempontjából optimális tőkeszerkezet definiálásához. Ennek fényében, elemzéseimet a teljes hazai vállalati szektor, illetve sok esetben az eltérő finanszírozási igényű vállalkozások, vagyis a méret, tevékenységi kör, továbbá területi elhelyezkedés szerint megkülönböztetett vállalatcsoportok, valamint a klaszteranalízis módszerével meghatározott vállalati klaszterek vonatkozásában végeztem.

A fentiek alapján kutatásom céljait a következők szerint fogalmaztam meg:

C1: A hazai és a nemzetközi szakirodalom kritikai feldolgozása keretében a tőkeszerkezeti elméletek, a tőkeszerkezet befolyásoló tényezőinek és a tőkeszerkezet jövedelmezőségre gyakorolt hatásának **megismerése**, illetve más szerzők hasonló kutatásainak **összefoglalása, rendszerezése, empirikus kutatásom hipotéziseinek elméleti, szakmai alátámasztása.**

C2: A Nemzeti Adó- és Vámhivatal által rendelkezésemre bocsátott, a társasági adó hatálya alá tartozó, kettős könyvvitelt vezető vállalkozások aggregált adatainak felhasználásával, továbbá a Magyar Nemzeti Bank adatbázisaiból nyert információk és a vonatkozó adójogszabályok kronologikus változásainak elemzése révén a **hazai vállalkozások tőkeszerkezetének és jövedelmezőségének, valamint tőkehelyzetének, vagyis a gazdasági környezet, különösen a hitelkínálat és az adórendszer változásainak bemutatása.**

¹ Az értekezés további részében a tőkeáttétel és az áttétel kifejezések alatt is a pénzügyi tőkeáttétel mögötti tartalmat értem.

C3: A tőkeszerkezet meghatározó tényezői alapján egy olyan **modell felállítása**, amely az **egy-egy tényező befolyásoló erejének összehasonlítása** mellett az eladósodottság alakulását magyarázza.

C4: A tőkeszerkezet és a jövedelmezőség összefüggéseinek **többrétű elemzése**.

C5: A nyereségesség szempontjából **optimális tőkeáttétel, illetve adósságállomány meghatározása**.

Végül kutatásom alapvető célja, hogy a fentiekben ismertetett kutatási kérdésekre adott válaszok széles körben történő publikálásán keresztül hozzájáruljon a tőkeellátás, valamint a finanszírozás hatékonyságának javításához.

1.3. Hipotézisek

A szakirodalom feldolgozása során megismert elméleti összefüggések, korábbi kutatásaim, illetve más szerzők által publikált eredmények figyelembevételével, és nem utolsósorban disszertációm célkitűzéseivel összhangban az alábbiak szerint fogalmaztam meg hipotéziseimet.

A tőkeszerkezet meghatározó tényezőivel foglalkozó kutatások tanulmányozása során több olyan determinánssal találkozhatunk, amelyek statisztikailag igazoltan hatással vannak a vállalati tőkeszerkezetre, azonban a tényezők magyarázó erejének vizsgálatára, az egymással való összehasonlítására – tudomásom szerint – hazai kutatás még nem történt. Ennek vizsgálatához kapcsolódó hipotéziseim – a nemzetközi szakirodalmakból megismert eredményekre támaszkodva – a következők:

***H1:** A hazai és nemzetközi szakirodalmakból ismert endogén és exogén befolyásoló tényezők nem egyforma mértékben magyarázzák az eladósodottságot, azon belül néhány kiemelt tényező szerepe meghatározó.*

***H2:** A nemzetközi tapasztalatokhoz hasonlóan, a hazai vállalkozások tekintetében is érvényesül, hogy az exogén tényezőkkel szemben az endogén, közvetlen hatást gyakorló tényezők magyarázzák jobban az eladósodottságot.*

A tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti kapcsolat többszemponútú vizsgálatának alapja a vállalkozások méretének és tevékenységi körének, illetve a tőkeszerkezetre vonatkozó kutatások során egy kevésbé megszokott megkülönböztetés, a területi elhelyezkedésnek ily módon történő differenciáló hatásának feltételezése. Ennek tükrében azt feltételeztem, hogy:

***H3:** A méret, tevékenység és területi elhelyezkedés alapján létrehozott vállalatcsoportok tőkestruktúrájában szignifikáns különbségeket figyelhetünk meg, ahogy a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti kapcsolat erőssége is függ a vállalkozás méretétől, tevékenységi körétől és területi elhelyezkedésétől.*

A két tényező, vagyis a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti kapcsolat tekintetében további hipotézisem:

H4: pénzügyi tőkeáttétel növekedésével párhuzamosan a saját tőke arányos nyereség (ROE) mutató értékének szórása megnő (az üzleti kockázat és a pénzügyi tőkeáttételből adódó pénzügyi kockázat növekedése miatt).

Az előbbieken ismertetett ismérvek szerinti kategorizálás mellett statisztikai módszerrel, klaszteranalízissel is csoportosítottam a mintában lévő vállalkozásokat, a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti kapcsolat erősségét befolyásoló – látens – tényezők feltárása érdekében. E körben az alábbi hipotézist teszteltem:

H5: A vállalkozások teljesítményét és tőkeszerkezetét tükröző mutatószámok alapján homogén vállalati klaszterek hozhatók létre, és ezeken a klasztereken belül a tőkeszerkezet és jövedelmezőség közötti kapcsolat erőssége, illetve iránya eltérő.

Az elmúlt néhány évben jelentős átrendeződéseket figyelhattunk meg a vállalkozások finanszírozási térképén, amely jellemzően a külső (banki) források volumenében bekövetkezett fordulatokra vezethető vissza, ennek okán külön kitértem a banki finanszírozás jövedelmezőségre gyakorolt hatásainak vizsgálatára is és azt feltételeztem, hogy:

H6: A banki finanszírozásnak leginkább kitett és a tőkeerős vállalkozások saját tőke arányos jövedelmezősége (ROE) jelentősen eltér, amely eltérés tevékenységi körönként különböző.

Miután több oldalról megvizsgáltam – illetve igazoltam – a tőkeszerkezet és a vállalkozás eredményessége (jövedelmezősége) közötti összefüggéseket, azt a hipotézist fogalmaztam meg, hogy:

H7: Létezik egy olyan tőkeáttételi pont, illetve eladósodottsági szint, amely felett nagy valószínűséggel a vállalkozások veszteségessége állapítható meg. Ez a tőkeáttételi pont, valamint eladósodottsági szint ágazatonként és méretkategóriánként különböző.

2. IRODALMI ÁTTEKINTÉS

2.1. Vállalatfinanszírozás konvencionális és nem konvencionális megközelítésben

A vállalkozások hosszú távú célkitűzései közé tartozik, vagyis a vállalati stratégia központi kérdése, hogy a vállalat hogyan tud a tulajdonosok számára értéket teremteni (Czakó – Reszegi, 2010), ennek okán a vállalati gazdálkodás – tágan értelmezett – célja a tulajdonosok vagyonának, valamint a profitnak a maximalizálása (Bélyácz, 2007). Ezen célok elérése érdekében a vállalatvezetőknek számos operatív és stratégiai döntést kell meghozniuk. Ezeket Chikán (2013) két részre bontja: egyrészt az eredményes működéshez szükséges források megszerzését, másrészt a források hatékony elosztását a vállalati stratégia megvalósítását biztosító befektetési lehetőségek között. Figyelemmel arra, hogy a vállalati tőkeköltséget az alkalmazott finanszírozási döntések határozzák meg, ami befolyásolja a megvalósítandó beruházás költségét, így nyilvánvaló, hogy e két terület, vagyis a beruházási és a finanszírozási döntések szorosan összefüggnek (Balla, 2002).

A két terület összehangolásának megjelenési formája a pénzügyi tervezés, amely előrejelző, informáló, orientáló és ellenőrző (kontrolling) funkciókat is betölt (Zéman et. al, 2016, Volkart – Wagner, 2014; Virág, 2013), biztosítva ezzel a források felhasználásának hatékonyságát, valamint a fizetőképesség fenntartását, annak érdekében, hogy a potenciális pénzügyi nehézségek elkerülhetővé váljanak (Hezam et al., 2017). Oláh és szerzőtársai (2020) arra hívják fel a figyelmet, hogy a tervezés és előrejelzés, a gazdasági és pénzügyi számítások során, valamint a termelési politikával és a vállalkozás pénzügyi irányításával kapcsolatos intézkedések megtervezésekor és végrehajtásakor a kockázatokat is figyelembe kell venni.

A vállalkozásfinanszírozás tehát magában foglalja a forrásigény felmérését, a finanszírozással kapcsolatos döntések megalapozását és meghozatalát (Gyulai, 2011), operatív és stratégiai szinten egyaránt, továbbá a tőkeszerzés és visszafizetés összes intézkedését, valamint a tőkeszerző vállalat és a tőkejuttató(k) közötti fizetési, információs, ellenőrzési és biztosítási kapcsolatok kiépítését is (Katits et al., 2017).

Mielőtt a pénzügyi menedzsment a szükséges források megszerzésének részleteivel kezdene foglalkozni, először a következő két kérdést kell, hogy megválaszolja:

- A vállalkozás által megtermelt profit mekkora részét forgassák vissza a vállalkozásba és mekkora hányadát fizessék ki a tulajdonosoknak?
- A szükséges külső források mekkora részét biztosítsák adósságjellegű illetve tőkejellegű forrásból?

A fentiek megválaszolását követően pedig azt kell meghatároznia, hogy a folyamatosan bővülő finanszírozási lehetőségek közül melyik, vagy azok milyen kombinációja jelenti a vállalkozás számára a legjobb megoldást.

Tehát a pénzügyi vezetőknek folyamatosan döntéseket kell hozniuk. Döntés alatt pedig a felmerülő lehetőségek közötti választást értjük a rendelkezésre álló (belső adottságokra és külső vállalati környezetre vonatkozó) információk és döntési kritériumok alapján (Kozma et al., 2016).

A finanszírozási döntések során felmerülő kritériumokat Ashmore (1993) alapján Vecsenyi (2009) az alábbiak szerint fogalmazta meg:

- A felhasználhatóság időtartama. (Milyen jellegű eszközt kell finanszírozni? Milyen ütemben kell visszafizetni?)
- Kockázat. (Az adott forrás igénybevételének milyen negatív következményei lehetnek?)
- Elérhetőség. (Adott pénzügyi helyzetben milyen forrást érhet el a vállalkozás?)
- Rugalmasság. (Milyen korlátozások és nehézségek léphetnek fel a pénzügyi forrás igénybevétele során?)
- Tulajdonosi befolyás. (Milyen jogok illetik meg a forrást nyújtót?)
- Forrásköltségek. (Mennyibe kerül a vállalkozásnak az adott forrás igénybevétele? Részletesebben kifejtve a 2.1.2. alfejezetben.)

A finanszírozási döntésekkel szemben további elvárásként fogalmazható meg a rentabilitás, likviditás², rugalmasság, biztonság és a normativitás biztosítása. Ezen elvárásokat nevezzük finanszírozási alapelveknek, amelyek együttesét Nagy (2013) „mágikus” jelzővel illette, mivel ezek egyidejűleg és/vagy ugyanabban a mértékben történő megvalósítása a gyakorlatban aligha lehetséges, a pénzügyi vezetés feladata ezek lehető legnagyobb mértékben történő érvényre juttatása.

A fentiekén kívül a jó döntéshez érdemes figyelemmel lenni az eszközök és források lejáratára is, vagyis arra, hogy milyen finanszírozási stratégiát követ a vállalkozás. Az alacsony kockázattal járó, biztonságos működést biztosító konzervatív (óvatos) finanszírozási stratégia, amely szerint átmeneti eszközök finanszírozása során tartós forrásokat is igénybe vesznek a vállalkozások, vagyis a nettó forgótőke pozitív előjelű, a tartós források (például saját tőke) magas tőke költsége miatt amellet, hogy a legdrágább stratégia, a vállalat értékének maximalizálást sem biztosítja. Agresszív finanszírozási stratégia – vagyis tartós eszközök rövid lejáratú forrásokkal történő finanszírozása – annak ellenére, hogy olcsó, nagyon kockázatos finanszírozási megoldás, csak stabil gazdálkodás és kedvező piaci helyzet mellett alkalmazható. Ezt a finanszírozási stratégiát

² Hosszú távon a likviditás, mint pillanatnyi fizetőképesség helyett gyakran találkozhatunk a szolvencia, vagyis a mindenkor fizetőképesség kifejezéssel is.

általában a negatív előjelű nettó forgótőke jelzi, azonban nem hagyható figyelmen kívül az átmeneti eszközökön belül a tartós forgóeszköz-lekötés aránya, amely az illeszkedési elv alapján szintén tartós forrásokat igényel, így pozitív előjelű nettó forgótőke mellett is fennállhat az agresszív finanszírozási stratégia (Pataki, 2003).

Hermann (2012), a *Hidden Champions* c. könyvében úgy fogalmazott, hogy a szolid finanszírozási stratégia, vagyis a tartós eszközöknek tartós forrásokból, az átmeneti eszközöknek az átmeneti forrásokból történő finanszírozása biztosítja a vállalatok tartós fennmaradásának lehetőségét. Azt is kifejtette, hogy a belső finanszírozás a legmegfelelőbb finanszírozási lehetőség, ugyanakkor a belső finanszírozás alkalmazásához megfelelően profitábilis működés szükséges.

A fentieket alátámasztva, Szemán (2017/a, b) a szolgáltató szektor elemzése során a lejáratí összhang érvényesülését tapasztalta, továbbá egy 2016-os nemzetközi felmérés is kimutatta, hogy a vállalatvezetők a gyakorlatban is kiemelten fontosnak tartják a tőkestruktúra – tőkebefektetés vizsgálatát a stratégiai szintű döntésekben (Zéman – Tóth, 2017).

A fentiekkel ellentétben Drobotz és szerzőtársai (2006) illetve Csiszárík és Varga (2015) azt igazolták, hogy a gyakorlatban legtöbbször a spontán finanszírozás attribútumai figyelhetők meg, a tudatos forrásszerkezet meghatározásával szemben a „hüvelykujj szabályok” alkalmazása jellemző.

Ugyanakkor azt gondolom, hogy ezeknek a kutatási eredményeknek az egymással való összehasonlítása fenntartásokkal kezelendő, tekintettel arra, hogy az eredményeket nagyban befolyásolja a vizsgált minta (például a válaszadó végzettsége, az által vezetett vállalkozás aktuális életciklusa, pénzügyi, vagyoni helyzete szerinti) összetétele, valamint a felmérés készítésének ideje, vagyis a gazdasági környezet helyzete.

2.1.1. A finanszírozás fajtái

A finanszírozás forrása szerint megkülönböztetünk belső és külső, illetve a kapcsolódó jogok alapján saját és idegen forrásokat. Fontos megjegyezni, hogy a belső forrás nem jelenti a saját forrás szinonimáját, ahogy a külső és az idegen források sem ugyan azt a forráscsoportot jelölik.

A saját források jellemzően olyan belső forrásokat jelentenek, amelyek a nyereséges gazdálkodás során keletkező profit felhasználásával, illetve a meglévő források intenzívebb kihasználásával (átstrukturálásával) biztosítják a vállalkozások tőkeszükségletét (Béza et al.), de a vállalkozáson kívülről is a vállalkozás rendelkezésére bocsáthatók, például tőkeemelés formájában.

A ***belső források*** tipikus formái:

Visszatartott profit (önfinanszírozás): a vállalkozás által megtermelt tárgyévi, illetve a korábbi években felhalmozott, tulajdonosoknak ki nem fizetett szabad pénzáramok összessége, amely növeli a saját tőke értékét, ezáltal a vállalkozás vagyona is nő (Belovecz – Borszéki, 2013).

Amortizáció: adóalap csökkentő hatása révén tulajdonképpen a vállalkozás nyereségét növeli, ezáltal implicit módon, a visszatartott profit részeként valósul meg a finanszírozás. (A gondolatmenet kritikáját a 2.3.1.2. alfejezetben, a nem hitel jellegű adómegettarítási eszközként történő megközelítésnél fejtettem ki.)

Eszközeladás: amely éppúgy irányul befektetett eszközök, mint forgóeszközök értékesítésére. Vagyis a készletek, követelések, pénzeszközök állományának csökkentését, a vállalkozás működéséhez nem szükséges, kihasználatlan, esetlegesen veszteséges üzemeltetésű eszközök eladását jelenti. Ide tartozik a befektetési célú értékpapírok, részesedések értékesítése is, amely a legkisebb kockázattal járó befektetett eszközeladásnak tekinthető (Béza et al., 2013). Zsupanekné (2011) disszertációjában felhívta a figyelmet arra, hogy az eszközértékesítésből és – átcsoportosításból származó források besorolása nem lehet ilyen egyértelmű, mert ahhoz ismernünk kellene, hogy milyen forrásból finanszírozták az adott vagyontárgyat.

A belső finanszírozáshoz kapcsolódóan érdemes megemlíteni a bootstrappinget vagy magyarul a pénzkímélő önfinszírozási technikákat, amelyek nem jelentenek közvetlen finanszírozási megoldást, de azok helyes alkalmazása lehetőséget teremthet a pénzügyi nehézségek kiküszöbölésére. Winborg és Landström (2001) szerzőpáros definíciója szerint a bootstrapping a kisvállalkozások olyan pénzügyi technikáinak összessége, amelynek célja, hogy hatékonyan megoldja a vállalat felmerülő erőforrásigényét anélkül, hogy annak hosszú távú külső finanszírozási forrást kellene igénybe vennie. Ilyen technikák – a teljesség igénye nélkül, Horváth (2016) alapján, kiegészítve – például:

- Vevői bónusz-, és ösztönzési rendszerek kialakítása, gyorsan fizető vevők előnyben részesítése.
- Beszállítókkal szemben legjobb kondíciók kialakítása.
- Logisztikai tervezés a szállítási költségek minimalizálása érdekében.
- A vállalkozás tevékenységi körének bővítése.
- Eszközök megosztása, más cégekkel való közös használata. (Ezt a módszert azonosíthatjuk az egyre elterjedtebb sharing economy kérdéskörével.)
- Lean menedzsment alkalmazása. (Értem ez alatt: költségcsökkentés, pazarlás megszüntetése, működő tőke felszabadítása.)

Horváth (2016) tanulmányában rávilágított arra, hogy a pénzkímélő technikák használata csupán ideiglenesen oldhatja meg a vállalkozások likviditási problémáit, pénz szűke esetén valós alternatívát jelenthet számukra, azonban a hosszú távú fennmaradás nem ezen az úton keresendő. Felhívta a figyelmet arra is, hogy a bootstrapping technikák fokozott mértékű használata helyett

jövedelmezőbb lehet az előre tekintés, a fejlesztés és az innováció, mint a fennmaradás és a versenyképesség záloga, amelyhez – saját tőke hiányában – sok esetben hosszú távú külső finanszírozási forrásra van szükség (Baranyi, 2019), és nem helyettesíthető a takarékos működésből származó többletforrással.

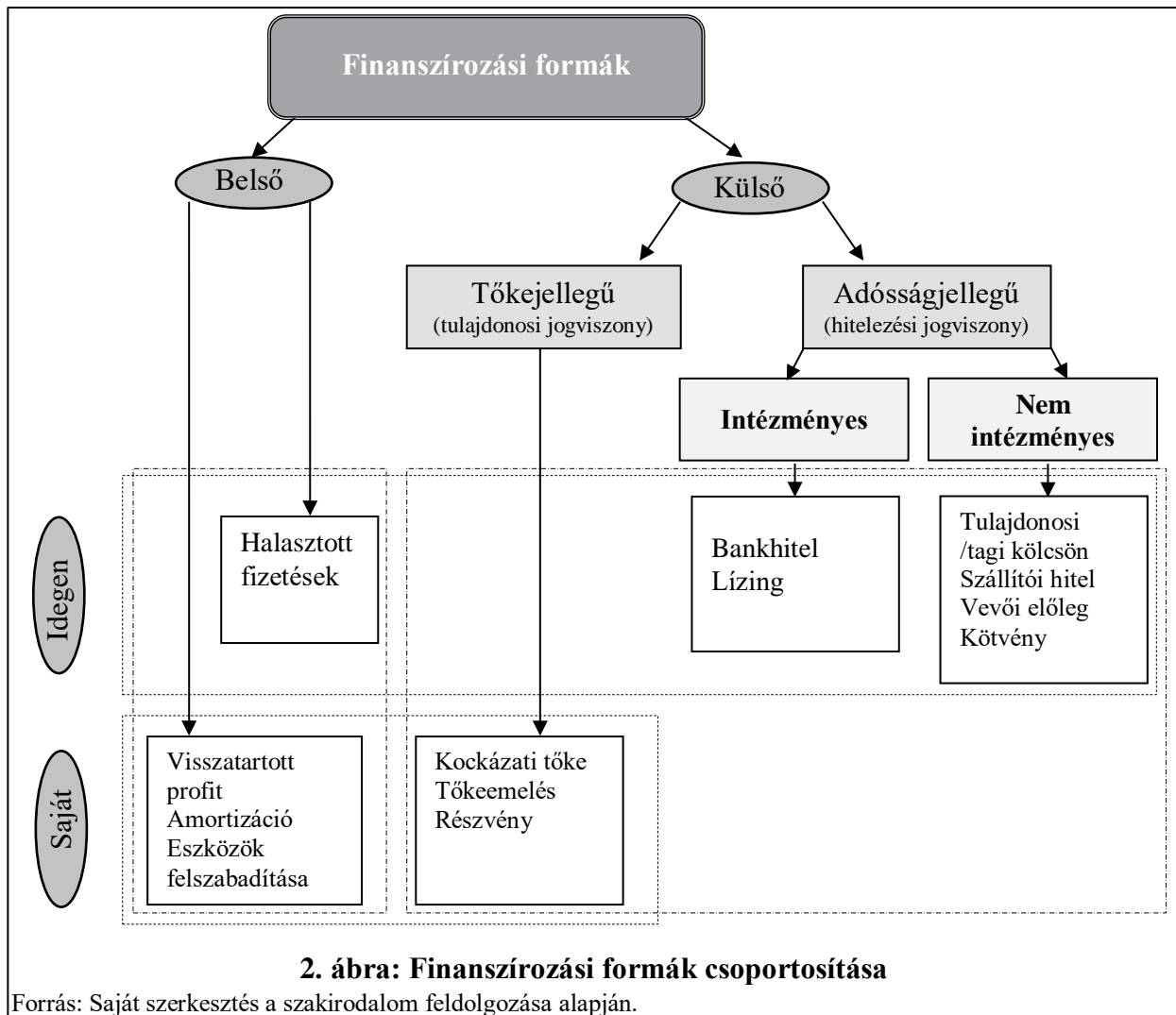
Ezek a külső források olyan, a vállalkozáson kívülről biztosított források, amelyek a kapcsolódó jogok, vagyis az alapján, hogy tulajdon vagy hitelviszonyt testesítenek meg, szintén lehetnek saját és idegen források, másként kifejezve tőkejellegű és adósságjellegű források.

A **külső források** kettő lehetséges csoportja:

Tőkejellegű források: amelyeket a vállalkozáson kívül álló személyek (üzleti angyalok, részvényesek) vagy intézmények (kockázatitőkealap-kezelők) különböző céloktól vezérelve, jellemzően magas hozam elérése érdekében, részesedés finanszírozás formájában bocsátanak a vállalkozás rendelkezésére, vagyis tulajdonosi jogviszony keletkezik a befektető (tőkejuttató) és a vállalkozás között.

Adósságjellegű források: olyan finanszírozási megoldások, amelyek csupán átmenetileg állnak a vállalkozás rendelkezésére és előre rögzített kötelezettség kapcsolódik hozzájuk, azaz hitelezési jogviszonyt testesítenek meg. Ebbe a csoportba tartoznak a bank- vagy kereskedelmi hitelek (szállítói hitelek, vevői előlegek) tulajdonosi/tagi kölcsönök, a lízing és a kötvénykibocsátás.

A finanszírozási döntések során felmerülő alternatívák egy lehetséges csoportosítását szemlélteti a 2. ábra.



Ezeknek a forrásoknak a megszerzése nem minden esetben zökkenőmentes, különösen a kkv-k, azon belül is a start-up vállalkozások számára, amelyek a szűk és általában tőkeszegény tulajdonosi kör miatt korlátozottan rendelkeznek saját forrásokkal és a külső források bevonása is nehézkes számukra. A kevés saját tőke, ebből kifolyólag az alacsony kockázatvállalás és fedezethiány miatt nagy kockázatot jelentenek a hitelezőkre nézve, így hitelképességük minimális. Megjegyzendő, hogy ezen vállalkozások is használnak idegen tőkét, amely leggyakrabban rokonoktól, ismerősöktől származik, de ezek a források a beszámolóikban és a könyvelésben egyáltalán nem, illetve gyakran saját tőkeként jelennek meg (Borszéki, 1998). Szintén fennakadásokhoz vezethet a likviditás hiánya. Gyenge alkupozíciójuk által nagy fizetési határidőkkel szembesülnek vevőik részéről, és a nemfizetés veszélye is fennáll, míg beszállítóik kevésbé veszik figyelembe a méretükből adódó fizetési sajátosságaikat. Mindemellett kevés vevői és szállítói kapcsolatuk miatt akár egy vevő vagy egy beszállító elvesztése is komoly gondokat jelenthet számukra (Gál, 2013).

Az előzőek alapján, kkv-k esetében még inkább felértékelődik az alternatív finanszírozási megoldások jelentősége. Úgy mint a pénzügyi és ezen belül a bankrendszer számára hatalmas piaci kihívást jelentő, a fintech cégek által kínált pénzügyi technológiai/informatikai rendszer, a „peer-to-peer lending” (P2P lending, azaz egyenragú felek közötti, vagy közösségi hitelezés), vagy a crowdfunding vagyis a sharing economy modelljére épülő finanszírozási megoldások, de ebbe a körbe tartozik a kriptovaluták megjelenése is (Mester et. al, 2017).³

Az ún. P2P lending – „marketplace lending”-nek is nevezett – közösségi hitelezés tulajdonképpen annyit jelent, hogy a potenciális ügyfelek a bankok kihagyásával, közvetlenül egymásnak nyújtanak forrásokat, direkt erre a célra kialakított hitelezési platformokon keresztül. Ennek egyik hatalmas előnye, hogy a hitelkérelmező nagyon egyszerűen és gyorsan, a túlzott bürokratikus rendszer kiiktatásával vehet fel hitelt. Fontos megjegyezni, hogy a peer-to-peer mechanizmus alapján történő forráskihelyezésben azok a szereplők is forráshoz juthatnak, akik a „mainstream” hitelintézetek szerint nem felelnek meg a hitelképesség kritériumának. Így a banki gyakorlatban alapvető feltételt jelentő, megfelelő mennyiségű tárgyi fedezettel nem rendelkező, de életképes vállalkozásoknak is lehetőségük van külső forrásokhoz jutni.

A modell úgy működik, hogy magánszemélyek pénzt tesznek be egy közös alapba, amiből a rendszer által befogadott hitelkérelmeket elégítik ki. Ugyanazt csinálják, mint amit a bankok, csak sokkal kisebb költséggel működnek és ezért a betétes általában jobb kamatot kap, mintha bankba tenné a pénzét, a hitelfelvevő pedig általában alacsonyabb kamatot fizet, mintha banki hitelt venne fel, ráadásul sokkal gyorsabban elbírálják a kérelmét és nem próbálnak “cross selling” címszó alatt még plusz termékeket is megvetetni vele, mint a bankban.

A hitelezés alapú (“lending based”) rendszereken kívül működnek tőke alapú („equity based”) rendszerek is, melyek induló vállalkozásoknak nyújtanak kockázati tőkebefektetési lehetőséget. Itt nem hitelről beszélünk, hanem üzletrésztársasárlásról, ami induló cég számára kiváló alternatív lehetőség a forráshoz jutáshoz. Újdonság a P2P platformokon az ún. bevételi alapon működő (“revenue based”) befektetések, melyek esetében a befektetők nem a visszafizetett hitelből, vagy üzletrészből, hanem a befektetett tőke által generált jövőbeli bevételből részesednek.

Sokan egy területnek veszik a P2P és a crowdfunding definícióját, ami részben igaz, részben pedig nem. A különbség abban áll, hogy amíg a P2P mindig valamilyen projekt vagy vállalkozás megvalósításához hangolja össze a keresletet és kínálatot, addig a crowdfunding e formája a magánszemélyek vásárlásaira összpontosul, vagyis a közösségi finanszírozás esetében a forrást maguk a „vevők” biztosítják. A közösségi finanszírozás elsősorban az új, egyedi termék vagy

³ Az alfejezet további részében Gyurcsik és Tóth (2019) *Modern financing solutions* című tanulmánya alapján mutatom be a P2P lending és a crowdfunding lényegét.

szolgáltatás bevezetése előtt álló vállalkozóknak szól. Egyes vélemények szerint a crowdfunding paradigma-váltást eredményezhet, hiszen az innovatív gondolkodásmóddal abszolút konform ez a megoldás. Egyetlen óriási hátránya van: hatóságilag ellenőrizhetetlen.

2.1.2. A tőke költsége

A tőkeszerkezet optimumával foglalkozó valamennyi kutatás megállapította, hogy a forrásköltségeknek fontos – talán a legfontosabb – szerepe van az optimális tőkestruktúra meghatározásában, következésképpen a kifizethető osztalék, illetve a vállalat értékének a növelésében is, amelyhez a tulajdonosokon kívül az egyéb külső és belső érdekelteknek is fűződik közvetlen vagy közvetett érdeke, tekintve, hogy követeléseik teljesítésének egyfajta garanciáját jelentheti (Sisa, 2009).

Ahogy már szó volt róla, a finanszírozási források lehetnek saját és idegen források, amelyek – tekintettel az erőforrások korlátozottságára – költségesek a vállalkozások számára, olyan értelemben, hogy ha ezeket nem használják a cégen belül, akkor bizonyos költségek elkerülhetők és a „felszabadított” tőke máshol – nyereségesen – befektethető (Bélyácz, 2013). Másik megközelítésben a vállalati tőkeköltség a vállalat meglévő értékpapírjaiból álló portfólió elvárt hozama (Brealey – Myers, 2011), vagyis – leegyszerűsítve – a saját tőke költségét a tulajdonosok által elvárt hozam, a külső források költségét az igénybevételük után fizetendő kamatok, így a hitelezők, befektetők hozamelvárása jelenti. Tehát a tőkeszerkezeten belül minden tőkeelemnek saját, egyedi költsége van, ami elsősorban annak kockázatától függ (Pratt – Grabowski, 2010), vagyis minél nagyobb egy ágazat kockázata, annál magasabb lesz a befektetők által megkövetelt hozam (Baranyi – Pataki, 2002).

A forrásszerző részéről talán a külső források, azon belül is a bankhitelek, illetve a lízing tőkeköltsége állapítható meg a legegyszerűbben, ugyanis azok költsége a bankok (lízingbeadók) által meghatározott kamat (pontosabban THM⁴), korrigálva a kamatköltségek adócsökkentő hatásával⁵, míg a kereskedelmi hitelek költségét a skontó, mint „burkolt kamat” jelenti. A kötvénykibocsátás tényleges költségét pedig a belső megtérülési ráta (Internal Rate of Return – IRR) és a társasági adó mértékének (t) figyelembevételével határozhatjuk meg. Mivel a kölcsön,

⁴ Teljes hiteldíj mutató, amely a kamaton kívül magában foglalja a hitelfelvételhez kapcsolódó minden egyéb költséget, díjat, jutalékot. Alapvetően fogyasztói hitelekre vonatkozik, de a vállalkozói hitelekre is értelmezhető (Illésné et al., 2013)

⁵ Részletesen kifejtve a 2.3.1.2. alfejezetben. („adó-pajzs hatás”).

így a kötvénykibocsátás kamata csökkenti a vállalkozás nyereségét, ezáltal a fizetendő társasági adóját⁶ (t) is, a kötvénykibocsátás költségét (r_d) az alábbiak szerint [1] számíthatjuk ki:

$$[1] r_d = IRR * (1-t)$$

A klasszikus kötvények esetében a lejáratig terjedő hozam (Yield to Maturity- YTM) meghatározásával [2] is meghatározható a kötvénykibocsátás költsége (Illésné et al., 2013 nyomán, Illésné (2009), 58. oldal):

$$[2] YTM = \frac{P_n * r_n * (1-T_c) + (P_n - P_0) / n}{(P_n + P_0) / 2}$$

ahol:

P_n = a kötvény névértéke;

P_0 = kibocsátási árfolyam, korrigálva a kibocsátási költségekkel;

n = a kötvény futamideje;

r_n = a kötvény fix kamata;

T_c = társasági adó mértéke.

Ahogy már az előző alfejezetben említettem, a saját forrásokat külső és belső forrásszerzés útján szerezhetik meg a vállalkozások, vagyis a tulajdonosok pótlólagos tőkeemelése, illetve új részvények kibocsátása, valamint a visszaforgatott profit révén. Ebben a megközelítésben a visszaforgatott nyereség is a tulajdonosok pótlólagos tőkebefizetéseként kezelendő (Shapiro, 1989), amellyel szemben elvárásként fogalmazható meg, hogy az ezzel járó haszon nagyobb legyen, mint a hasonló kockázatú és futamidejű befektetések hozama, vagyis a saját tőke ezen formájának költsége egyfajta alternatív költségként is felfogható, amely azt eredményezi, hogy a saját tőke költsége mindig drágább a külső forrásoktól.

A tulajdonosi részvénytőke költségének becslésére több indexmodell használható. Közülük a két legelterjedtebb módszer

- a diszkontál osztalék-értékelési modell (Gordon- modell) és
- a tőkejavak árazási modellje (Capital Asset Pricing Model – CAPM).

⁶ Kötvénykibocsátásnál ugyan úgy érvényesül az „adó pajzs hatás”, mint a „klasszikus” bankhiteleknél. Részletesen kifejtve a 2.3.1.2. alfejezetben.

Miután meghatároztuk az egyes tőkeelemek költségét, könnyen kiszámítható [3] a vállalati átlagos tőkeköltség (Weighted Average Cost of Capital – WACC), amely az optimális tőkeszerkezet meghatározásának egyik kulcstényezője.

$$[3] \text{ WACC} = \sum w_j \times r_j$$

ahol:

w_j = finanszírozási forrás súlyaránya

r_j = finanszírozási forrás tőkeköltsége

Mivel – általános megközelítésben – az optimális tőkeszerkezet az, amely mellett a vállalati érték maximális, ami a tőkeköltség minimalizálásával közelíthető (Sisa, 2009; Földi, 2015), a mutató többek között kifejezi azt a minimálisan elérendő megtérülést, amely biztosítja a vállalat értékének növekedését. Ezt az álláspontot tükrözi a tőkeszerkezet hagyományos elmélete, amellyel a 2.2.1. alfejezetben foglalkoztam részletesebben.

2.1.3. Tőkeszerkezet fogalmának meghatározása

Ahogy már többször említettem, a rendelkezésre álló források származhatnak a tulajdonosoktól, illetve hitelezőktől is. Ezen források összetételét nevezzük tőkeszerkezetnek, amely tulajdonképpen a vállalat tulajdonosi struktúráját tükrözi (Tripathi, 2019) és a vállalat azon képességeinek egyike, amely kulcsfontosságú a különböző érdekeltek igényeinek kielégítésében (Yildirim et al., 2018).

A vállalati tőkeszerkezetnek számos definíciójával találkozhatunk a hazai és nemzetközi szakirodalmakban. Brealey és Myers (2011) a kibocsátott értékpapírok keverékével azonosították a tőkeszerkezetet.⁷ Másként fogalmazva, valamennyi definíció lényegét összefoglalva, a tőkeszerkezet a különböző befektetők által rendelkezésre bocsátott források, vagyis a vállalat saját és idegen forrásainak összetételét jelöli (Mikolasek- Sulyok, 1996; Abor, 2008) és azon belül megmutatja a tőkeelemek típusait is (Tétényi- Gyulai, 2001).

A definíciókat tekintve, alapvető különbség mutatkozik abban, hogy lejárat szerint mely tőkeelemek tekinthetők a tőkeszerkezet részének. A saját tőke alapvetően lejárat nélküli forrásnak tekinthető és közvetve (visszaforgatott nyereség formájában) vagy közvetlenül (alapítói tőke, alaptőke emelés) a vállalkozás tulajdonosaitól származik. Ezzel szemben az idegen források lehetnek rövid és hosszú lejáratúak és jogosultjai is nagyon különbözőek lehetnek. Itt a pénzügyintézetekre, üzleti partnerekre (szállító), de akár az államra (kockázati tőke, növekedési

⁷ A vállalati értékpapíroknak számos fajtája létezik, a tőkeszerkezet vizsgálatakor jellemzően az idegen tőke mögött kötvénykibocsátást feltételezünk, a saját tőke alatt pedig részvénykibocsátást értünk.

adóhitel) is gondolhatunk. Tétényi – Gyulai (2001) szerzőpáros és Pataki (2003) mind a rövid, mind a hosszú lejáratú forrásokat a tőkeszerkezet részének tekintik tanulmányukban. Ugyanakkor Krénusz (2005/a) és Szemán (2008) csak a hosszú távra nyújtott forrásokat sorolták a tőkeszerkezet elemei közé, ahogyan Pálinkó és Szabó (2006) szerzőpáros is, akik a rövid lejáratú forrásokat is figyelembe véve már a finanszírozási szerkezet szókapcsolatot használták.

Annak ellenére, hogy a közgazdaságtani szaknyelvben tőke kifejezés alatt a hosszabb időre, éven túli lejáratra befektethető javakat szokás érteni, véleményem szerint a saját és idegen források hatásainak összehasonlító vizsgálatakor – különös tekintettel a kapcsolódó jogokra és kötelezettségekre – a külső források lejárat szerinti megkülönböztetése nem releváns. Ennek okán azokkal a szerzőkkel értek egyet, akik az idegen források teljes állományát – időtáv szerinti differenciálás nélkül – a tőkeszerkezet részének tekintik. Ebben erősít meg azon megállapítás, amely szerint a definíciók közös jellemzője, hogy tőkeszerkezet alatt a vállalkozás által használt források valamilyen kombinációját értik, központi kérdésnek a saját tőke és az adósság típusú források közötti választást tekintik (Illésné et al., 2013).

Ez a döntési helyzet pedig felveti a kérdést: mi alapján határozzuk meg a forráselemek arányát, mi determinálja az optimális választást, és egyáltalán létezik-e optimálisnak tekinthető forrásszerkezet? (Pataki – Légler, 2013). A válasz, hogy a tőkeszerkezetnek minden vállalat számára egységesen elfogadott optimuma nem definiálható (Balla, 2006), tekintve, hogy a pénzügyi piaci feltételek folyamatosan változnak és országoként is eltérőek (Šarlija – Harc, 2016). Az előzőek ellenére kijelenthetjük, hogy a tudatos és szakszerű finanszírozási, tőkeszerkezeti döntések a vállalkozások piaci értékének maximalizálása, a súlyozott átlagos tőkeköltség minimalizálása, a hatékonyság és a jövedelmezőség fokozása mellett a vállalkozások túlélési esélyének is kulcstényezői (Takács, 2012).

2.2. A tőkeszerkezeti elméletek értékelése

A vállalkozások tőkeszerkezetének vizsgálata évek óta a kutatók figyelmének középpontjában áll, tudományos megközelítése a XX. század közepétől terjedt el. Az első tőkeszerkezettel foglalkozó elméletek Durand (1952) és a közgazdasági Nobel- díjjal is kitüntetett Modigliani–Miller szerzőpáros (1958) munkásságához köthetők, amelyek kizárólag tökéletes piac feltételezése mellett érvényesülnek. Ezek a feltételek a következők:

- A szükséges információk mindenki számára gyorsan és ingyenes hozzáférhetők.
- Nincsenek tranzakciós-, ügynök- és csőd költségek.
- Nincsenek adók (sem személyi sem vállalati szinten).
- Azonos feltételek mellett működő vállalkozások kockázata azonos és konstans.
- A piaci szereplők árelfogadók és racionális döntések jellemzik őket.
- A befektetők és a vállalatok azonos kamatlábon tudnak hitelt felvenni, illetve nyújtani.

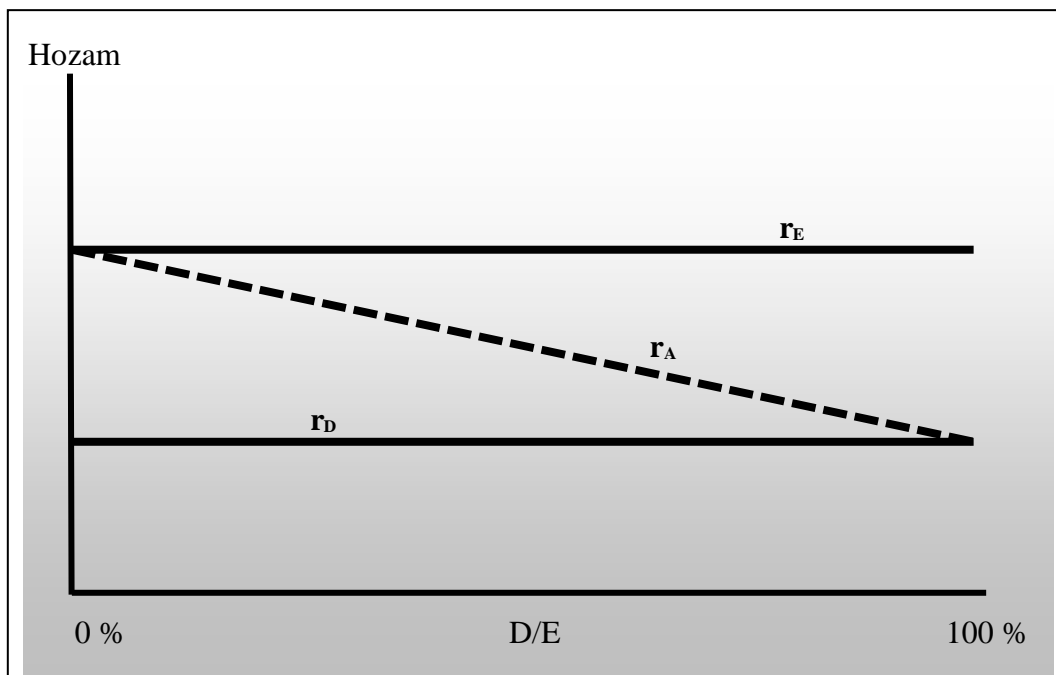
Később Modigliani és Miller is törekedett az egyszerűsítő feltételek feloldására – igazodva a valós piaci viszonyokhoz – az adók tőkeszerkezeti döntésekre gyakorolt hatásainak vizsgálatával. Majd további, napjaink tőkeszerkezeti kutatásainak alapját adó elméletek jelentek meg, úgymint Jensen és Meckling (1976) ügynök elmélete (Agency Theory), a választásos elmélet (Trade-off Theory), illetve Myers (1984) nevéhez köthetően a hierarchia elmélet (Packing Order Theory).

Ezeknek az elméleteknek a szakirodalomban két nagy csoportjával találkozhatunk, nevezetesen a *tradicionális* (vagy klasszikus), tökéletes piacot feltételező, a tőkeszerkezet irrelevanciáját bizonyító és a *modern*, egy-egy korlátozó feltétel feloldására törekvő, a tőkestruktúra relevanciája mellett érvelő tőkeszerkezeti elméletekkel. Ugyanezen csoportok tekintetében a statikus és a dinamikus kifejezések használatára is találhatunk példákat.

A csoportosítástól függetlenül, az elméletek közös jellemzője, hogy a külső és belső források sorrendjének, illetve arányának optimalizálásával foglalkoznak, számos egyszerűsítő feltétel mellett és mindig egy nézőpontból vizsgálják az optimalizálás kérdéskörét, így a gyakorlatban ezek együttes érvényesülésére aligha találunk példákat. Ugyanakkor Krénusz (2007) szerint nem is létezhet minden feltétel egyidejű feloldását biztosító elmélet, hiszen a tőkeszerkezeti döntések csak származékos döntések, jellemzően más vállalati politikák függvényei.

2.2.1. A tradicionális tőkeszerkezeti elméletek és az MM tételek

A **nettó jövedelem elmélet** (Net Income Theory – *NI*) az feltételezi, hogy a forráslemek összetételének megváltoztatása nincs hatással az egyes tőkeelemek költségére és az idegen tőke mindig olcsóbb forrás, mint a saját tőke (3. ábra). Ennek okán, ha a vállalkozás az idegen forrásokat részesíti előnyben a saját tőkével szemben, akkor csökkenteni tudja az átlagos vállalati tőkeköltségét, ami azért lényeges, mert egy vállalkozás értéke a várható jövőbeni jövedelmek átlagos tőkeköltséggel diszkontált jelenértékeként határozható meg. Minél alacsonyabb a diszkonttényező (WACC), annál magasabb lesz a vállalkozás piaci értéke. Az elmélet **a 100%-ban idegen tőkével való finanszírozást tartja optimálisnak a vállalat piaci értékének növelése szempontjából.**



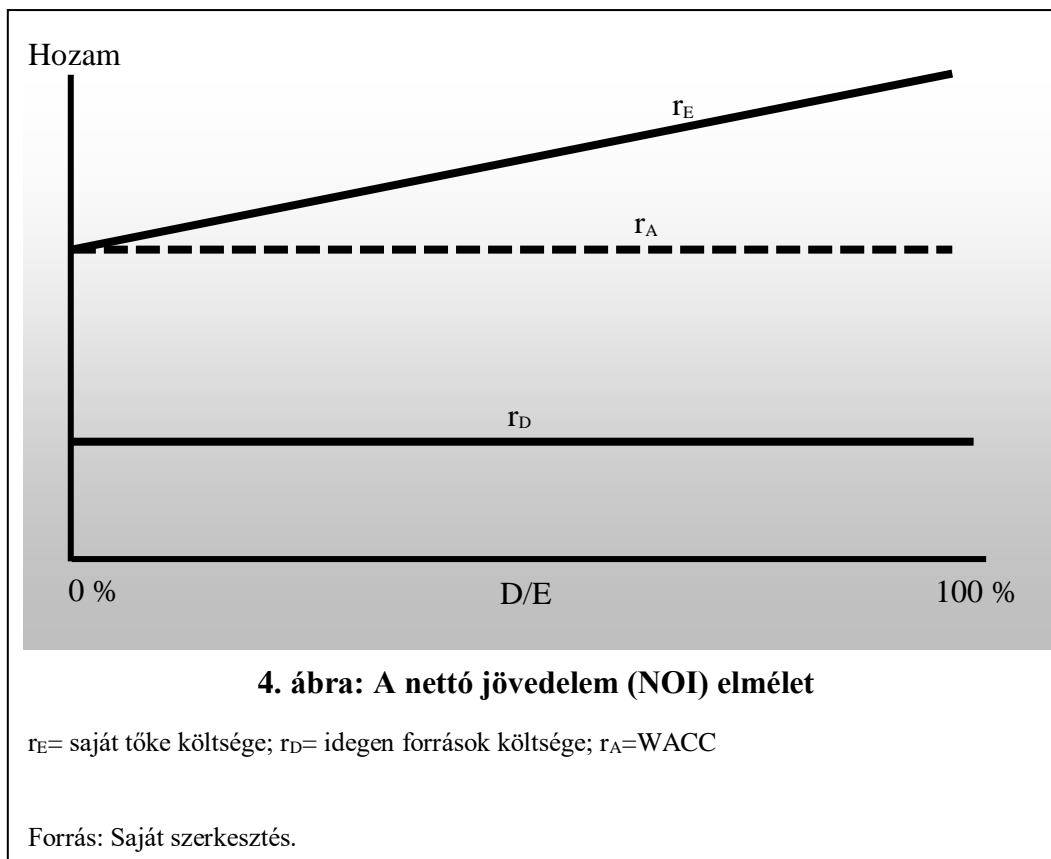
3. ábra: A nettó jövedelem (NI) elmélet

r_E = saját tőke költsége; r_D = idegen források költsége; r_A = WACC

Forrás: Brealey – Myers (2011) 505. p.

Az elmélet legnagyobb kritikája, hogy nem veszi figyelembe a növekvő eladósodással párhuzamosan növekvő kockázatot, amely miatt az idegen tőke költsége is növekedni fog. Az elmélet további hiányossága, hogy nem számol az adókkal, amelyekről a későbbiekben látni fogjuk, hogy hatással vannak a vállalati tőkeköltség mértékére.

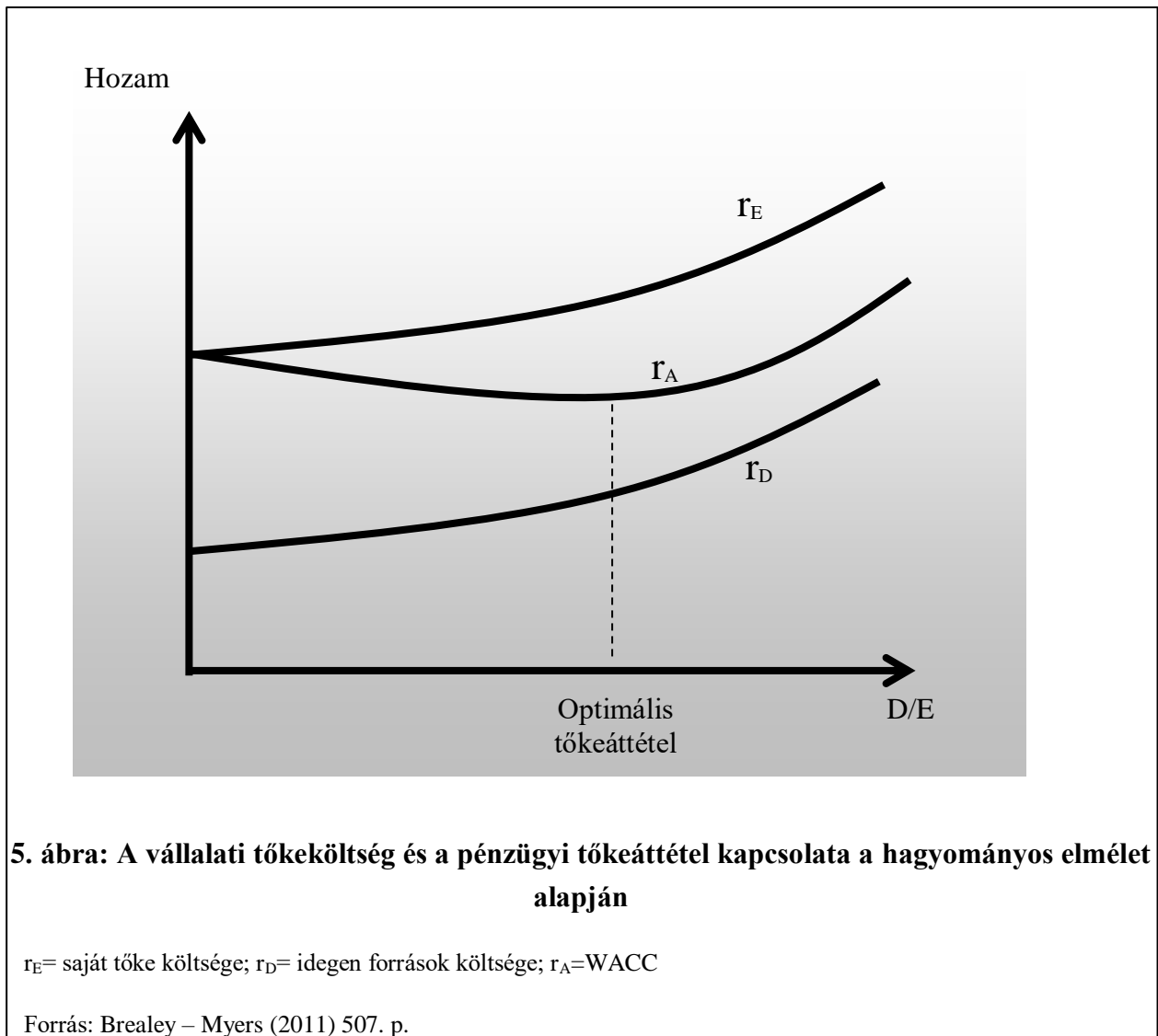
A **nettó működési jövedelem elmélet** (Net Operating Income Theory – **NOI**) viszont már figyelembe veszi az eladósodással járó kockázatot, és azt mondja, hogy az idegen tőke költsége és az összes tőke költsége a tőkeszerkezettől függetlenül konstans, ellenben az idegen tőke arányának növekedésével – tekintettel a növekvő kockázatra – a saját tőke költsége is növekedni fog. Az összes tőke költségének változatlanságát az biztosítja, hogy a saját tőke költségének növekedését kiegyenlíti az idegen források költségének alacsonyabb szintjéből származó előny (4. ábra).



A fentiekből következik – továbbra is az adók figyelmen kívül hagyásával –, hogy a **tőkeszerkezet módosítása nincs hatással a vállalkozás piaci értékére, az elmélet szerint nem létezik optimális tőkeszerkezet.**

A **hagyományos elmélet** – továbbra is számos egyszerűsítő, a valós piaci körülményektől meglehetősen távol álló feltételezés mellett – kimondja, hogy **a tőkeszerkezet alakulása hatással van a vállalat értékére, mégpedig az átlagos vállalati tőkeköltségen keresztül, úgy, hogy az idegen tőke bevonásával az átlagos tőkeköltség csökkenhet, ami a vállalkozás piaci értékének növekedését eredményezi.** Viszont számolva az eladósodás veszélyével, a tulajdonosi tőke kockázatának a saját tőke költségét növelő hatásával, azt mondja, hogy csak egy bizonyos szintig jelent ideális döntést az idegen források arányának növelése. Éppen ezért köztes elméletnek is nevezhetjük, feltételezései alapján valahol az NI és az NOI elméletek között helyezhető el (Szücs, 2018).

Ugyanebben a megközelítésben Durand (1952) úgy fogalmazott, hogy a kamatfizetés utáni eredménytől függ a vállalat értéke, azonban a növekvő kockázat miatt mindez szintén csak egy meghatározott pontig érvényes, amelyen túl már csökkenni fog a vállalat piaci értéke. Tehát létezik „optimális adósság- saját tőke arány, és ez az arány ott lesz, ahol az olcsóbb hitellel történő finanszírozásból származó előnyök és a saját tőkével történő finanszírozás növekvő költségei kiegyenlítik egymást”, amelynek elérésével a vállalatok maximalizálhatják piaci értéküket (Illésné et al., 2013). Ezt az optimumot szemlélteti az 5. ábra.



A hagyományos elmélettel szemben Modigliani és Miller (MM) 1958-ban megjelent, „*A tőke költsége, vállalati pénzügyek és a beruházás elmélete*” címet viselő tanulmányában megfogalmazott és **MM I. tétele**ként ismertté vált állítás szerint – szintén tökéletes piacot feltételezve – **a vállalat számára nincs optimális tőkeszerkezet. A vállalat értékét a tőke forrás szerinti összetétele nem befolyásolja, a tőkeszerkezet átalakításával a vállalkozás piaci értékét nem lehet megváltoztatni.** A tétel alátámasztására az elektromos szolgáltató vállalatok és az olajtársaságok empirikus adatait felhasználva regressziós elemzést végeztek, amely megerősítette a tőkeköltség (és a vállalat érték) tőkeszerkezettől való függetlenségét. Képlettel kifejezve [4]:

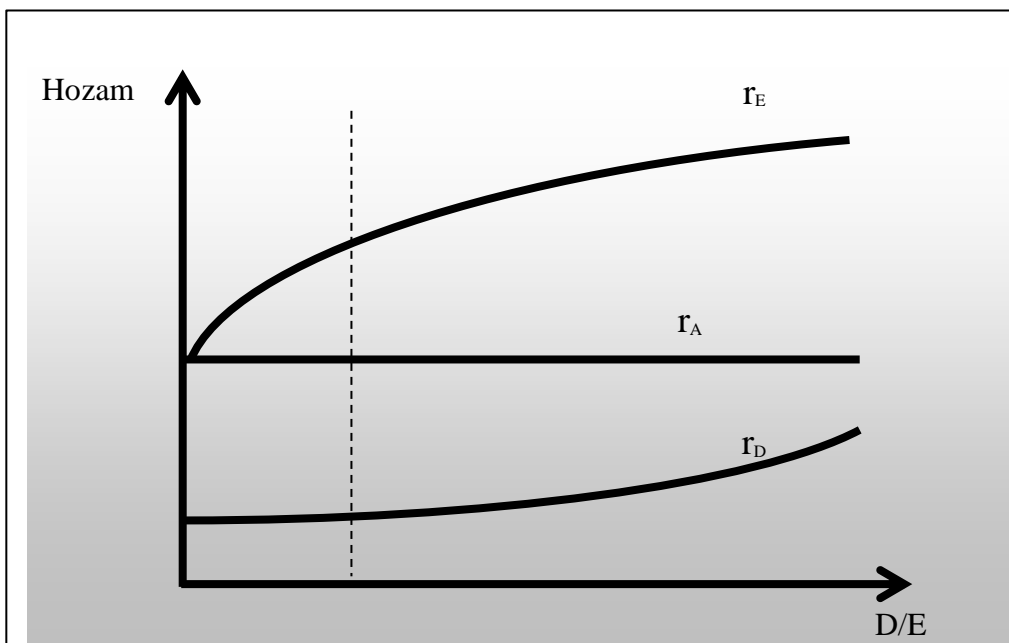
$$[4] V_L = V_E$$

ahol:

V_L = tőkeáttétellel működő vállalkozás értéke

V_E = tisztán saját tőkéből működő vállalkozás értéke

MM II. tétele a finanszírozási döntések tőkeköltségekre gyakorolt hatását vizsgálja, amely közvetlenül az első tételből következik, és kimondja, hogy **kockázatmentes hiteleket feltételezve, a tőkeáttétel arányának növelésével növekszik a saját tőke várható hozama (r_E), mindaddig, amíg a hitel kockázatmentes. Az adósság kockázatának növekedésével viszont nő a hitelezők hozamelvárása (r_D) is, így a saját tőke várható hozamának növekedési üteme csökkenni fog** (6. ábra).



6. ábra: MM 2. tétel

r_E = saját tőke költsége; r_D = idegen források költsége; r_A = WACC

Forrás: Brealey – Myers (2011) 501. p.

Láthatjuk, hogy Modigliani és Miller tételei meglehetősen szigorú kritériumok mellett teljesülnek, amelyek feloldását már ők maguk is elkezdték az adók hatásainak bevezetésével.

1963-ban megjelent a „*Vállalati jövedelemadók és a tőke költsége – korrekció*” című publikációjuk, amelyben a társasági adófizetési kötelezettség figyelembevételével arra a felismerésre jutottak, hogy a tőkeáttétel növekedésével egyenes arányban nő a vállalat piaci értéke is és úgy fogalmaztak, hogy ***egy tőkeáttételes vállalat értéke megegyezik a tőkeáttétel nélkül működő vállalat értéke és az adómegtakarítás összegével (MM módosított I. tétele)*** (Modigliani – Miller, 1963). Képlettel kifejezve [5]:

$$[5] V_L = V_E + PV_{TS}$$

V_L = áttétellel működő vállalkozás értéke

V_E = tisztán saját tőkéből működő vállalkozás értéke

PV_{TS} = adómegtakarítás jelenértéke

Az I. tétel módosítása értelmében tehát érdemes eladósodniuk a vállalkozásoknak, tekintve, hogy az adómegtakarítások jelenértéke növeli a vállalat értékét, azonban nem szabad megfeledkezni az eladósodottság növelésével párhuzamosan növekvő vállalati csőd bekövetkezésének valószínűségéről.

Második tételük, azaz a tőkeköltségek vizsgálata esetében is bevezették az adófizetési kötelezettséget, így ***MM módosított II. tétele*** kimondja, hogy ***a tőkeáttételes vállalkozás részvényeitől elvárt hozam megegyezik a tisztán saját tőkével finanszírozó vállalkozás részvényeitől elvárt hozam és egy prémium összegével***. Ez a prémium összege pedig a következő tényezőktől függ:

- a társasági adó mértékétől,
- a hitelkamatok nagyságától és
- az adósság – saját tőke arányától.

2.2.2. A választásos elmélet (Trade-off Theory)

A választásos elmélet tulajdonképpen az adómegtakarítási lehetőségekből indul ki, amelyekkel már a módosított MM tételek is foglalkoztak, de figyelembe veszi a pénzügyi nehézségek költségeinek hatását, amelyre először De Angelo és Masulis (1980) világítottak rá, a társasági adó és a személyi jövedelemadók tőkeszerkezetre gyakorolt hatásával foglalkozó, „*Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation*” című tanulmányukban.

Az elmélet azon a gondolatmeneten alapszik, hogy a hitelek után fizetendő kamatok csökkentik a társasági adó alapját, így alacsonyabb lesz a fizetendő adó is. Ennek értelmében azt mondhatjuk, hogy az eladósodással járó kamatfizetésen keresztül a megtakarított adók értéket teremtenek. A választásos elmélet értelmében, ha tőkeáttétel nélkül működik egy vállalkozás, akkor igaz, hogy nem kell számolnia az eladósodás kockázatával, illetve annak költségeivel, de ilyen módon a társasági adójának alapját sem tudja csökkenteni. Ahogy elkezdi növelni tőkeáttételét, úgy növekedni fog a hitelezők és a tulajdonosok együttes jövedelme, azonban a pénzügyi nehézségek és a növekvő csődvalószínűség gátat szabnak ennek az eladósodási folyamatnak, így csak egy bizonyos pontig éri meg növelni tőkeáttételüket a vállalkozásoknak. Addig a pontig, amíg a pótlólagos hitelfelvételből származó előnyök és az ezzel járó csőd költségek kiegyenlítik egymást. Ebben a pontban beszélhetünk optimális tőkeáttételről.

A választásos elmélet szerint az adósság adóelőnye és az adóssággal kapcsolatos költségek egyensúlyára törekvő választás eredményeként alakítható ki az optimális tőkeszerkezet, amely mellett a vállalat értéke maximalizálható és a vállalat értéke megegyezik a kizárólag saját tőke felhasználásával működő vállalkozás piaci értékének az adó megtakarítás jelenértékével növelt és a pénzügyi nehézségek költségének jelenértékével csökkentett értékével [6].

$$[6] V_L = V_E + PV_{TS} - PV_{FD}$$

ahol:

V_L = tőkeáttétellel működő vállalkozás értéke

V_E = tisztán saját tőkéből működő vállalkozás értéke

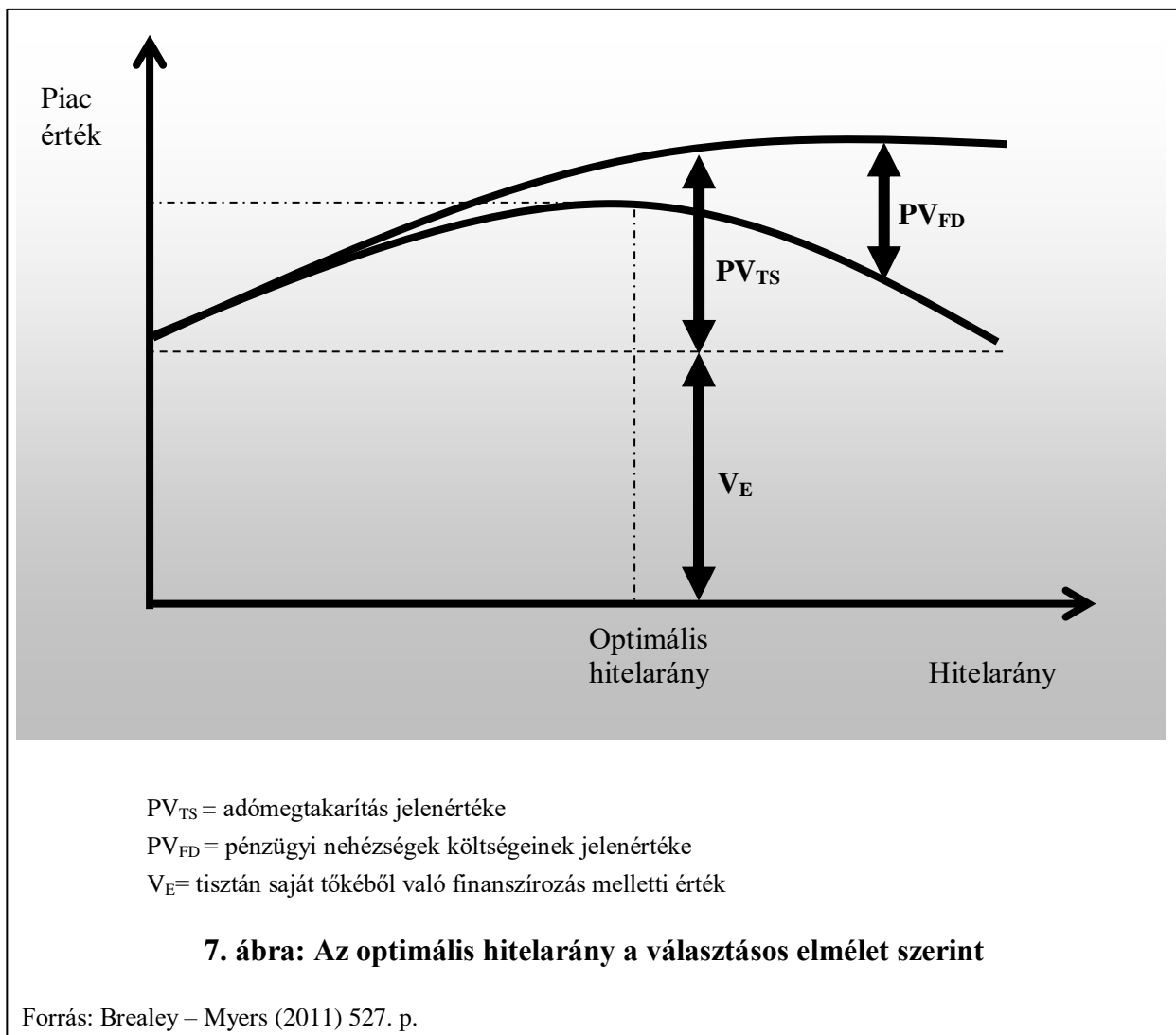
PV_{TS} = adó megtakarítás jelenértéke

PV_{FD} = pénzügyi nehézségek költségeinek jelenértéke.

A fentiek alapján a vállalkozás értéke akkor lesz maximális, ha a tőkeáttétel növeléséből származó adó megtakarítás jelenértéke megegyezik a pénzügyi nehézségek költségeinek jelenértékével (7. ábra). Ebben a megközelítésben az adó megtakarítás összege függ:

- a társasági adó mértékétől,
- a hitelkamatok mértékétől és
- a felvett hitelek összegétől.

Mindebből levonható az a következtetés, hogy a társasági adó és a hitelkamatok mértékének csökkenésével csökken az adó megtakarítás összege, így az „adó pajzs” hatása jelentősége is.



2.2.3. Az ügynök elmélet (Agency Theory)

A megbízó – ügynök elmélet valójában az ösztönzés gazdaságtanával foglalkozik, matematikai és játékelméleti megalapozottsággal. Arra keresi a választ, hogy aszimmetrikus informáltság, önérdék követés és korlátozott racionalitás mellett a megbízó az ügynökön keresztül milyen eszközökkel tudja érvényesíteni érdekeit.

A megbízó – ügynök viszony akkor alakul ki emberek vagy csoportok között, amikor a megbízók saját tulajdonjoguk, vagy egyéb érdekeik képviselésének jogát delegálják egy ügynökre, vagy ügynökként viselkedő embercsoportra (Williamson, 1988). Az elmélet tehát olyan vállalkozások esetében értelmezhető, ahol a vezetés és a tulajdonlás szétválik, amely a vállalatok növekedésével, jellemzően idő, erőforrás, képesség vagy megfelelő szakmai és egyéb ismeretek hiánya miatt elkerülhetlenné válik.

A tőkeszerkezet és a megbízó – ügynök probléma összekapcsolásával először Jensen és Meckling (1976) foglalkoztak. Elméletüket az ügynökköltségek megléte és mértéke mellett az információs aszimmetriára és a hiányos szerződésekre alapozták. Álláspontjuk szerint a pénzügyi vezetők (ügynökök) személyes céljai és a vállalkozás, illetve a tulajdonosok céljai eltérőek. Míg az utóbbiak a profit maximalizálásában, addig a menedzserek a vállalat irányításából származó hasznosságuk maximalizálásában érdekeltek és ez szükségszerűen ügynökköltségeket generál. Ez alapján a szerzők két konfliktus helyzetet azonosítottak. Egyrészt érdekellenét alakulhat ki, hitelezők és tulajdonosok, másrészt vállalatvezetők és tulajdonosok között.

A hitelezők és a tulajdonosok közötti érdekellentétek megjelenéseit Szórádiné (2005) a következők szerint foglalta össze:

- **Beruházási döntéseknél** a hitelezők érdeke, hogy gyenge likviditási és csőd közeli helyzetben a vállalkozás ne kezdjen új beruházásba, ezzel szemben a tulajdonosok sok esetben az új beruházásokban látják a vállalkozás túlélési esélyeit.
- **Finanszírozási döntéseknél** a hitelezők a jó fizetőképességben, magas likviditás fenntartásában és az eredmény visszaforgatásában érdekeltek, míg a tulajdonos a saját vagyonának maximalizálására törekszik, tehát rövidtávon a magas osztalék kifizetését preferálja.

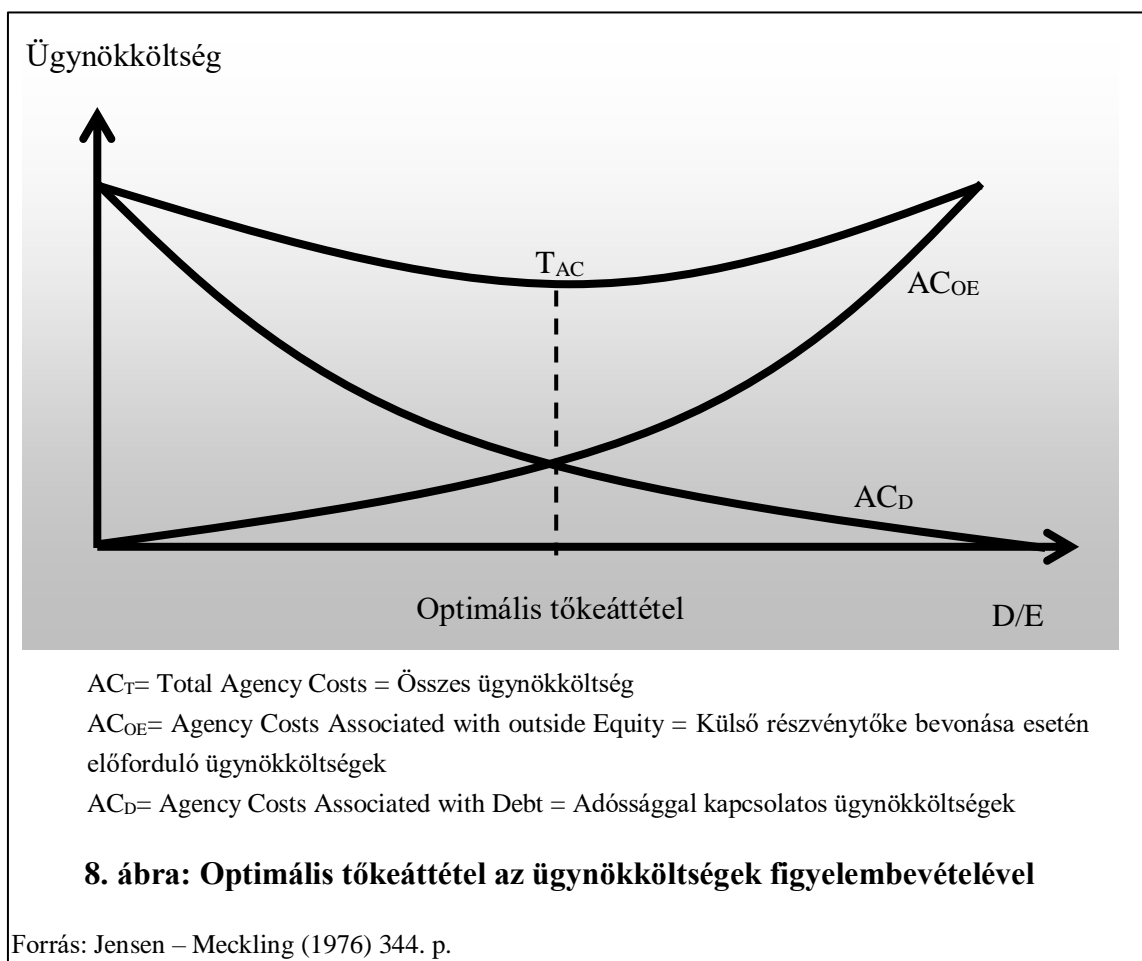
Hart (1995) – a szerződéselméletek területén folytatott munkásságáért 2016-ban Közgazdasági Nobel– emlékdíjjal kitüntetett közgazdász – a hitelezői és a tulajdonosi érdekek összehangolásának talán egyetlen módját a megfelelő szerződés meglétében látja. Ugyanakkor meg kell jegyezni, hogy különböző befektetői csoportok esetében eltérő (lehet) a szerződéses feltételek kidolgozottsága, a szerződések szabályozottsága, így nem minden esetben jelent megoldást a szerződés megkötése.

A menedzsment személyes céljai és a tulajdonosi vagyonmaximalizálásból eredő konfliktus okai az alábbiak (Szórádiné, 2005):

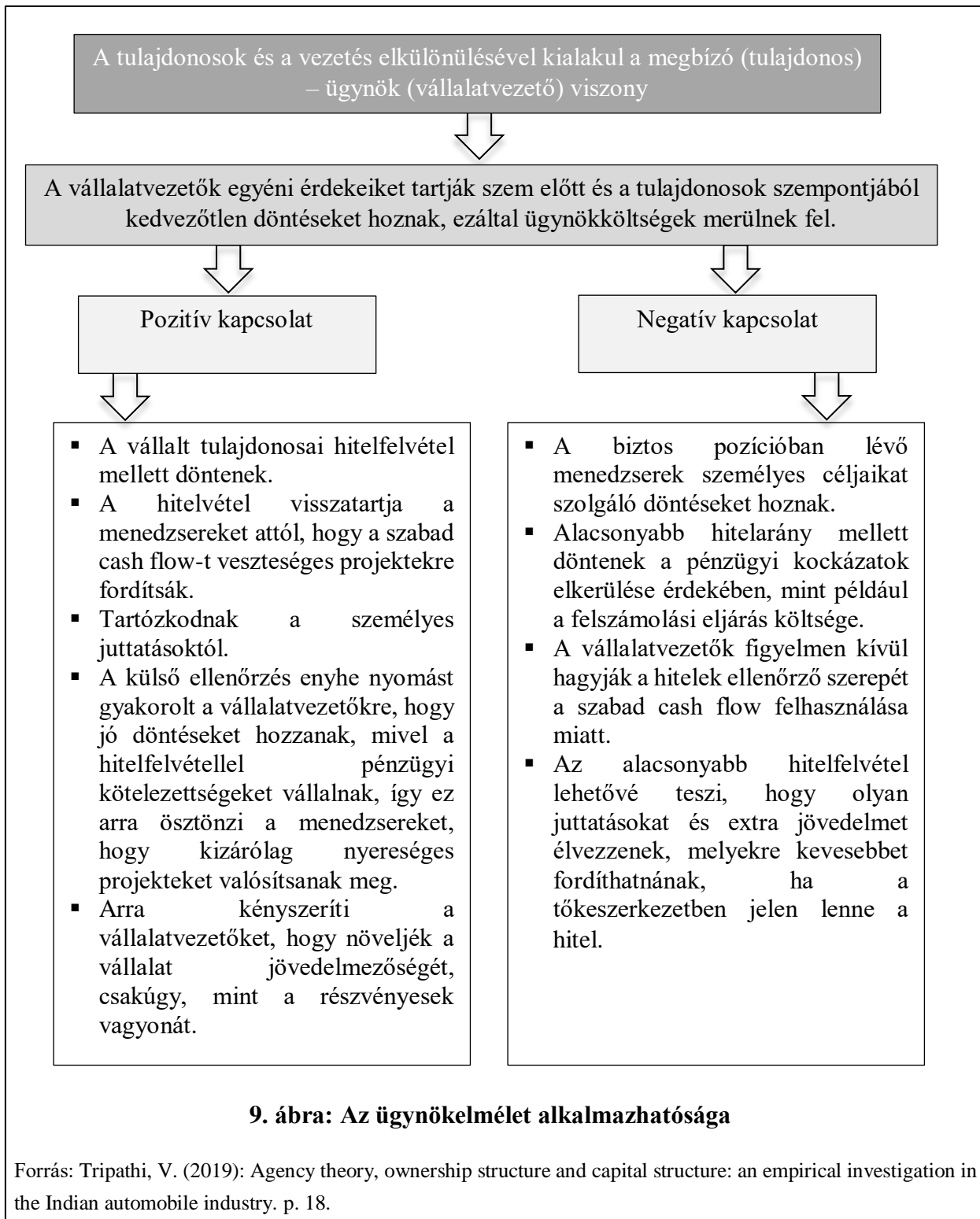
- **Közvetlen többletköltségeket** eredményeznek a menedzsment személyes jólétének költségei, mint például a céges autó, külföldi üzleti utak, egyéb juttatások. Tágabban értelmezve ezek a vezetők erőfeszítéseinek és kockázatvállalásának költségei.
- A **beruházási kérdéseknél** a kockázatvállalási szintek eltérései okozzák az érdekellentétet. A menedzsment a csőd esélyének csökkentése miatt a kevésbé kockázatos beruházás megvalósításában érdekelt, a tulajdonosok pedig a nagyobb haszon elérése miatt a kockázatosabb projekteket kedvelik.

- **Finanszírozási döntések** esetében a vállalat vezetésének célja továbbra is a csőd elkerülése, a likviditás fenntartása, ebből következik, hogy az alacsonyabb hitelállomány jelenti számukra az optimális megoldást, ezzel szemben a tulajdonos a magasabb hitelállományon keresztül az „adó-pajzs” kihasználásában érdekelt.
- **Osztalékfizetés** tekintetében a különbség abból fakad, hogy amíg a részvényes érdeke a kifizetett osztalék mértékének, illetve a részvények értékének növelése, addig a menedzser a visszaforgatott nyereség növelésére törekszik.

Tekintettel arra, hogy az ügynökköltségek megjelennek a vállalkozások értékében, valamint a forrásköltségekben, felmerül az optimális tőkeáttétel kérdése. A 8. ábra jól szemlélteti, hogy az elmélet szerint ott lesz a tőkeáttétel optimális, ahol az adósság és a saját tőke ügynökköltségei kiegyenlítik egymást, vagyis az összes ügynökköltség minimális.



A menedzser és a tulajdonos közötti konfliktushelyzetre megoldást jelenthet a menedzser tulajdoni részesedésének növelése, valamint a hitelfelvétel, amely ebben a kontextusban a nehezen kontrollálható vezetők megfigyelmezésére szolgál (Jensen, 1986). Ez alapján pozitív és negatív kapcsolat is kialakulhat a tulajdonosi- és a tőkeszerkezet között, amelyet Tripathi (2019) az alábbi ábra szerint foglalt össze (9. ábra).



2.2.4. Hierarchia elmélet (Pecking Order Theory)

Az aszimmetrikus információkból és a tranzakciós költségekből kiinduló hierarchia elmélet (Pecking Order Theory) egyrészt abból a feltevésből indul ki, hogy a vállalat vezetése többlet információkkal rendelkezik a vállalat értékét tekintve, mint a külső befektetők. Ebből következik, hogy a beruházások finanszírozása során a vállalatok vezetői olyan forrásokat keresnek, amelyek értéke a legkevésbé függ az információs különbségek mértékétől. A hierarchia elmélet nem határoz meg optimális idegen tőke/saját tőke arányt, csupán igénybevételük sorrendjét determinálja, szem előtt tartva a finanszírozás költségeinek és kockázatának minimalizálását (Korzh, 2015). Ezek alapján Myers (1984) a következők szerint határozta meg az elmélet lényegét:

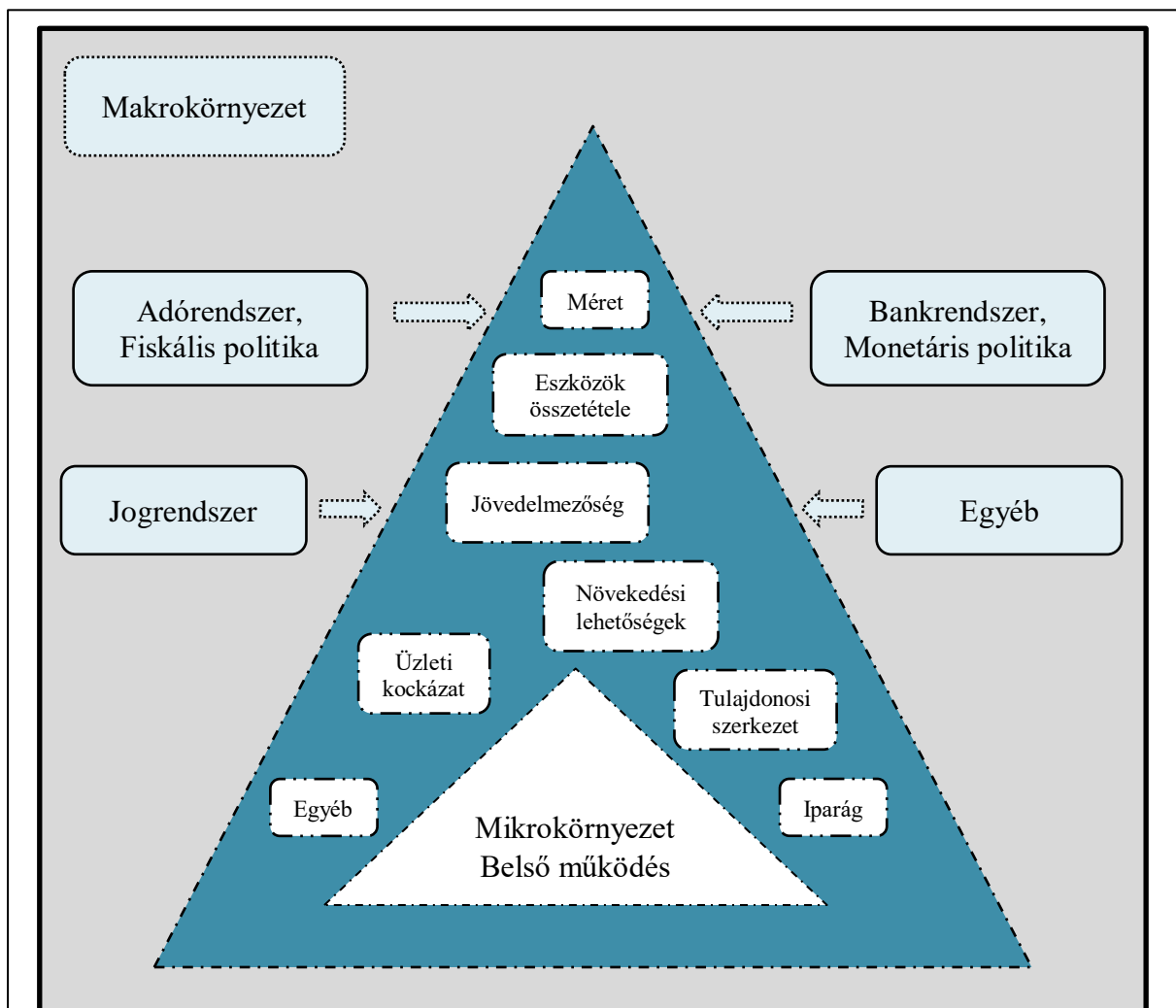
1. A vállalatok elsősorban a belső forrásokat preferálják.
2. Az osztalékfizetési hányadot a befektetési lehetőségekhez igazítják, az osztalék hirtelen változásának elkerülése mellett.
3. A pénzáramok volatilitásából adódóan időnként finanszírozási többlettel, illetőleg hiánnyal néznek szembe a vállalatok. Ezt a többletet az adósság visszafizetésére vagy piacképes értékpapírok vásárlására fordítják, míg hiány esetében pénzfeleslegét használja fel, vagy értékesíti értékpapírjait.
4. Külső forrásszükséglet esetén először a legbiztonságosabb értékpapírt bocsátják ki, majd a kevésbé kockázatos hitelektől haladnak a kockázatosak felé.

Vagyis az elmélet szerint a vállalkozások az egyes forrásokat beszerzésük tranzakciós költségei alapján rangsorolják, és csak akkor veszik igénybe a rangsorban következő finanszírozási forrást, ha a rangsorban előrébb álló forrást már kimerítették.

Az elmélet kritikáját Brealey és Myers (2011) abban látták, hogy az ágazatok eltérő tőkeáttételének magyarázata során a források említett sorrendje inszignifikáns, mivel vannak olyan gyors növekedésű, csúcstechnológiájú ágazatok, ahol általában alacsonyabb a tőkeáttétel, míg az érett ágazatokban inkább a minél nagyobb osztalék kifizetését preferálják. További kritikaként fogalmazható meg, hogy egyes vélekedések szerint ez a teória inkább hitelelméleti-, mintsem tőkestruktúra- modell, ennek ellenére mégis ez az elmélet örvend a legszélesebb körű elfogadásnak (Szemán, 2016), amely véleményem szerint a külső forráshoz jutás nehézségeihez, korlátaihoz köthető.

2.3. A tőkeszerkezet meghatározó tényezői

A tőkeszerkezet meghatározható tényezőinek irodalma meglehetősen gazdag, azonban eredményeik korántsem mutatnak egységes képet. Az alfejezetben a vállalkozás jellemzőit tükröző, közvetlen hatást gyakorló, úgynevezett endogén (pl. a vállalkozás mérete, növekedési kilátásai, eszközeinek összetétele, üzleti kockázata, tulajdonosi szerkezete, tevékenységének jellege, a kamatok adóvédelme („adó pajzs”), a nem hitel jellegű adóvédelem) és a vállalkozás által nem befolyásolható, a makrogazdaság helyzetét kifejező, úgynevezett exogén tényezők (úm. a csőd költségek, a tőkepiac fejlettsége és a bankrendszer) elméletét, az ezzel foglalkozó empirikus kutatások eredményeit ismertetem (10. ábra).



10. ábra: A tőkeszerkezet meghatározó tényezői

Forrás: Saját szerkesztés a szakirodalom feldolgozása alapján.

Arra a kérdésre, hogy a külső, adottságként kezelendő vagy a belső, változtatható tényezők hatása szignifikánsabb a vállalkozások tőkeszerkezet politikája tekintetében, Hall és szerzőtársai (2004) európai kis- és középvállalati minta elemzésén keresztül azt a választ adták, hogy az endogén tényezők éppen olyan hatással vannak a vállalati tőkeszerkezetre, mint az exogén tényezők.

Ezzel szemben Psillaki és Daskalakis (2009), akik szintén néhány európai ország tekintetében elemezték a kis- és középvállalkozások tőkeszerkezetének alakulását, azt a következtetést vonták le, hogy a vállalatspecifikus tényezők jobban magyarázzák az adott tőkeszerkezetet, mint az országspecifikus tényezők. Hasonló eredményre jutottak Bernardo és szerzőtársai (2018) is, akik latin-amerikai vállalati mintát vizsgálva, a személyes meglátásomhoz legközelebb álló eredményre jutottak, amely szerint a vállalatspecifikus tényezők nagyobb százalékban magyarázzák a tőkeszerkezet varianciáját, de a makrogazdasági tényezők is fontos szerepet játszanak a vállalkozások tőkeszerkezetének alakulásában.

2.3.1. Az exogén tényezők definiálása

Az exogén tényezők a vállalat által nem befolyásolható, a makrogazdasággal kapcsolatos tényezők. Általában a nemzetgazdaságok közötti összehasonlítást teszik lehetővé, jellemzően a bank-, az adó- és a jogrendszer meghatározott elemei tartoznak ide, amelyek nemzetgazdasági szinten azonosnak tekinthetők. Ugyanakkor a területi adottságok, a támogatásrendszer, a versenyképesség eltérő helyzete regionális szinten is differens körülményeket eredményezhetnek, valamint az időbeli változások elemzésével országhatárokon belül is értelmezhető befolyásoló funkciójuk.

2.3.1.1. A tőkepiac és a bankrendszer hatása a vállalati tőkeszerkezetre

A gazdaság versenyképességéhez elengedhetetlen egy jól működő pénzügyi rendszer, megfelelő és magas szintű pénzügyi szolgáltatás és a beruházásokhoz, a működéshez szükséges források megfelelő mértékű biztosítása (Túróczy, 2016). Ennek a pénzügyi közvetítő rendszernek két típusát, az angolszász és az európai pénzügyi rendszert különböztetjük meg, de Tóth (2012) harmadik típusként említette a japán pénzügyi rendszert. Az angolszász rendszerű országokban kiemelkedő szerepe van a részvényeknek, a forrásbevonás piaci irányultságú, míg a kontinentális rendszerben (amilyen Magyarországra is jellemző) a bankhitelek dominálnak (Szórádiné, 2004), ahogy Japánban is. A japán bankrendszer nemzetközi versenyképessége, pénzügyi innovációja tekintetében megjegyzendő, hogy elmaradottabb az amerikai és a nyugat-európai versenytársaitól (Hidasi – Papp, 2015).

A pénzügyi rendszerek megkülönböztetése tulajdonképpen a külső források jogviszonyát, mintsem a tőkeáttétel mértékét jelenti (Rajan – Zingales, 1995). Az első esetben jellemzően tulajdonosi jogok illetik meg a forrást biztosító személyt vagy szervezetet, az utóbbinál pedig hitelviszony jön létre a vállalkozás és a bankok között. Azonban a pénzügyi piacok

globalizálódásával az országok közötti különbségek egyre inkább elmosódnak (Tóth, 2007), ebből kifolyólag a pénzügyi közvetítő rendszer szerepének vizsgálata egyre inkább csak a kronológiai összehasonlítást teszi lehetővé.

Acedo-Ramírez és szerzőtársa (2014) az Egyesült Királyság és további 4 európai ország (Franciaország, Németország, Spanyolország és Olaszország) vállalkozásait vizsgálták a tekintetben, hogy az angolszász és a kontinentális, bank-orientált gazdaságokra jellemző országspecifikus tényezők a vállalatspecifikus tényezőkön keresztül hogyan befolyásolják a vállalkozások tőkeszerkezetét. Eredményeik a pénzügyi közvetítő rendszer tőkeszerkezetre gyakorolt hatását támasztották alá.

A bankrendszer elsősorban a hitelfeltételek enyhítésén, illetve szigorításán, így a hitelezési aktivitásán keresztül van hatással a vállalkozások forrásszerkezetére. Amíg a kereslet csökkenése csak egyharmad részben, addig a kínálat csökkenése kétharmad részben felelős a hitelállomány visszaeséséért (Sóvágó, 2011). Ennek okán a tőkeszerkezet és a bankrendszer összefüggéseinek elemzése során elhagyhatatlan a hitelpiac alakulásának vizsgálata.

A '90-es években a hazai bankszektorban a nagyvállalati ügyfélkör kiépítését figyelhettük meg, majd a 2000-es évek elején, a kis- és középvállalati szektor jelentős volumenű hiteligényének kielégítése érdekében a hitelintézetek üzletpolitikájában megjelent a kkv szektor irányába történő nyitás (Csubák – Fejes, 2014). A hitelintézetek stratégia váltásának következtében jelentős bővülés volt tapasztalható a vállalati hitelpiacon. Fábrián és szerzőtársai (2010) Magyarország mellett 8 kelet-közép-európai országban vizsgálták a vállalati hitelállományok alakulását, és a válság előtti időszakot illetően átlagosan évi 24 százalékos banki hitelállomány növekedésről számoltak be, voltak azonban olyan országok is, ahol ennél jóval nagyobb ütemű (Romániában 34, Bulgáriában 50 százalékos) volt a bővülés.

A nagy hitelexpanzió időszakát a 2008-as pénzügyi, gazdasági világválság megakasztotta. A bankrendszer biztonságos működését és a válságok megelőzését szolgáló szabályozás komolyan befolyásolhatja mind a pénzügyi szektor, mind a reálgazdaság fejlődési lehetőségeit és irányait. Ennek okán a válságból történő gyors kilábalás érdekében tett szigorítások (Bázeli szabályozás) alapján egyrészt arra lehetett következtetni, hogy a kockázat növekedésével párhuzamosan a hitelek drágábbá válnak (Baranyi et al., 2011), másrészt, hogy a bankok jelentős mértékű mérlegfőösszeg zsugorítást fognak kezdeményezni – elsősorban a kihelyezhető hitelállomány leépítésén keresztül.

A feltételezések beigazolódtak, a bankok konzervatívabb hitelezési gyakorlatot folytattak, a kihelyezett hitelek volumene nagymértékben visszaesett, megjelent az ún. „credit crunch”, vagyis a bankrendszer által a gazdasági szereplők számára nyújtott hitelek drasztikus csökkenése (Matolcsy, 2015), a hitelezés szerkezete is átalakult. A hitelkihelyezés csökkentése nagyrészt a kkv szektort érintette, miközben a nagyvállalati hitelkihelyezések volumene szinte változatlan

maradt (Tóth, 2014). Megjegyzendő, hogy a kkv hitelállomány csökkenésében – a kínálati oldalon túl – a kereslet és a keresletet befolyásoló tényezők szerepe sem volt elhanyagolható (Zsombori, 2015). Időtáv alapján a nagyon rövid lejáratú hiteleket részesítették előnyben, ebből kifolyólag a pénzügyi piacokon a hosszabb lejáratú hitelállomány jelentősen beszűkült.

Jól látható, hogy a 2008-as gazdasági világválságot követően jelentős változások következtek be a globális, illetve nemzeti pénzügyi piacokon, így hazánkban is: „a válság utáni hitelállomány folyamatosan távolodott el az egyensúlyi szinttől, ami éreztette hatását a reálszférában is” (László, 2016). A kkv-k jelentősen megnövekedett kamatfelárral, szűkülő hitelkerettel és egyre szigorúbb hitelfeltételek mellett juthattak banki finanszírozási forráshoz. Ezek eredményeképpen jelentősen visszaesett a teljesítményük, gazdasági aktivitásuk, amely kiemelkedő gazdasági szerepük révén megrázta az egész gazdaságot. Mindez jelentős gondokat okozott az egész nemzetgazdaság számára.

A válságból történő kilábalásban az európai jegybankoknak is komoly szerep jutott. Ez a szerep elsősorban a nemzetgazdaságok, azon belül is a pénzügyi közvetítő rendszerek működésének stabilizálására, valamint a gazdasági visszaesés megállításán túl a gazdaság növekedésének beindítására terjedt ki. A jegybanki kamatok nulla alsó korlátjának elérését követően a jegybankok széles körben kezdtek nem konvencionális eszközöket alkalmazni, a további monetáris lazításra így csak alternatív eszközökkel nyílt lehetőség. Ilyen volt a Magyar Nemzeti Bank által 2013. június 1-jén elindított Növekedési Hitelprogram (*NHP*, majd az *NHP+* és *NHP fix*), amely a hitelezés további zsugorodását kívánta megfékezni, valamint a hitelezési aktivitás növelésének beindítását tűzte ki céljaként.

Az *NHP* teljes struktúrája a Magyar Export-Import Bank Zrt. (*Eximbank*) és a Magyar Fejlesztési Bank Zrt. (*MFB*) által nyújtott hosszúlejáratú konstrukciók, valamint a bankrendszerben végbement változások, mint például a reprivatizációs folyamatok mellett, jelentősen hozzájárult a hitelezési fordulat megvalósulásához, néhány év alatt hitelkínálati piac alakult ki a hazai bankszektorban. Ezzel egyidőben az MNB 2016 januárjában a piaci hitelezés helyreállítása és tartós hitelezési fordulat elérése érdekében elindította a Piaci Hitelprogramot (*PHP*), amelynek célja a kkv-hitelállomány 5-10 százalékos éves növekedési ütemének elérése.

Érdeemes megemlíteni az MNB 2019 júliusában meghirdetett Növekedési Kötvényprogramját (*NKP*) is, amelynek keretében a jegybank hazai székhellyel rendelkező, nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott kötvényeket és vállalatokkal szemben fennálló hitelkövetelések fedezete mellett kibocsátott értékpapírokat vásárol, amely nem konvencionális monetáris politikai eszközzel megteremtette a lehetőséget a kötvénypiac szélesebb körben történő eléréséhez, a vállalati forrásbevonás diverzítéséhez, a hazai tőkepiac versenyképességének növeléséhez.

Ezen időszakot illetően dinamikusan fejlődő gazdasági és hitelezési folyamatokról számolhatunk be, amelynek megtorpanásához vezetett a 2020 tavaszán hazánkat is elérő globális koronavírus-járvány, amely 2020 első negyedévében ugyan még nem gyakorolt érdemi hatást a hazai hitelezésre, de a második negyedévben az előző negyedévhez képest zsugorodott a vállalati hitelállomány, ezzel a vállalati hitelek éves dinamikája 8 százalékra lassult (MNB, 2020/b). Megjegyzendő, hogy az MNB által készített *Hitelezési felmérésben* részt vevő bankok közel egyharmada már a kezdeti időszakban szigorított a vállalati hitelfeltételeken, a következő fél évben a bankok szinte teljes köre tervez további szigorításokat valamennyi vállalatméret kategóriában (MNB, 2020/a).

Kijelenthető, hogy a pandémia negatív gazdasági hatásai komoly kihívások elé állították a magyar gazdaságot. A jegybank ebben kívánt segítséget nyújtani az NHP keretein belül 2020 áprilisában bevezetett *NHP Hajrával*, amely konstrukciótól a kkv szektor gyors helyreállása várható.

2.3.1.2. Adózás és a tőkeszerkezet

A legtöbb szerző az endogén tényezők közé sorolja mind a kamat jellegű mind a nem kamat jellegű adómegetakarítási lehetőségeket. Ezzel szemben én az exogén tényezők között vettem figyelembe azokat, mivel az adórendszer egyes elemeinek hatását jelentik, a vállalkozások nem tudják befolyásolni azok létét (Ambrus, 2017), csupán igénybevételük mértékére van ráhatásuk.

A kutatások többsége a kamatok adóvédelmének vizsgálatára koncentrál, amelyek azon alapulnak, hogy a kölcsön kamata csökkenti az adóalapot. Vagyis abból a számviteli előírásból indulnak ki, hogy a pénzügyi műveletek eredményét csökkentik a hitelek után fizetett kamatok, és ezáltal alacsonyabb lesz az adózás előtti eredmény, így a fizetendő adó is. Tehát a hitel jellegű külső források bevonásával adómegetakarítás érhető el a vállalkozások számára, amit közgazdasági szóhasználatban „adópajzs” hatásnak hívunk. Az adóalap ilyen módon történő csökkentésének lehetősége voltaképpen a finanszírozási tevékenység kormányzati támogatásának egy formája, az állam közvetett módon vállal részt a vállalkozások adósságának költségéből (Illésné et al., 2013). Minél magasabb a társasági adó mértéke, annál előnyösebb a hitelfelvétel, vagyis annál nagyobb az „adópajzs” hatás jelentősége. ***A választásos elmélet értelmében az adózás és a tőkeáttétel között pozitív irányú kapcsolatot feltételezhetünk.***

Katits (1997) különböző típusú adórendszerek sajátosságainak megfigyelésével közelítette meg az adózás tőkeszerkezeti döntésekre gyakorolt hatását, alátámasztva az adózás és a tőkeáttétel közötti pozitív kapcsolatot. Elemzésében kiemelte, hogy olyan adórendszerben, ahol csak személyi jövedelemadó van, ott nincs hatással az adózás az üzleti vállalkozások finanszírozási döntéseire. Ezzel szemben egy olyan adórendszerben, ahol az idegen tőke kamatának levonását követően a vállalati nyereség után társasági adót kell fizetni, ott a maximális idegen forrás az optimális. A harmadik típusú adórendszer az előző kettő kombinációját jelentette tanulmányában, amely

esetében, tekintve, hogy a személyi jövedelemadó nincs hatással a tőkeszerkezeti döntésekre, szintén a maximális adósság az optimális.

Összességében beláthatjuk, hogy a társasági adó hatással van a tőkestruktúrára, amely az idegen finanszírozást optimalizálja, és a hatás inflációnál erősödik. Tekintettel arra, hogy infláció esetén a hitelek kamatrátái nagyobb mértékben emelkednek, mint az inflációs ráta, így a tőkejuttató nettó megtérülése, ezzel a tőkeszerző tőkeköltsége negatív lesz. Mivel nemcsak a reálkamat, hanem a kamatrátában lévő inflációs prémium is levonható a társasági adó meghatározása előtt, így az idegen finanszírozás kedvezőbbnek bizonyul a saját finanszírozással szemben (Katits, 1998).

A kilencvenes évek végén Gordon és Lee (1999) azt tapasztalták, hogy az adók erős szignifikáns hatással vannak az adósság szintjére, amely leginkább a kis- és a nagyvállalatoknál érzékelhető, míg a középvállalkozások számára kevésbé meghatározó.

Faccio és Xu (2015) OECD országokon vizsgálták az adók tőkeszerkezetre gyakorolt hatását és arra a következtetésre jutottak, hogy a mintában szereplő cégek hajlamosak növelni a tőkeáttételüket, ha a társasági adó vagy az osztalék után fizetendő személyi jövedelemadó mértéke növekszik, illetve hajlamosak csökkenteni tőkeáttételüket, ha növekszik a kamatok után fizetendő személyi jövedelemadó. Ennek okán úgy fogalmaztak, hogy a tőkeszerkezet meghatározása során a többi, hagyományos változó mellett az adók magyarázó ereje ugyanolyan jelentős. Egy későbbi kutatásuk során (Faccio – Xu; 2018) megállapították, hogy azokban az országokban, ahol magas az adóelkerülés, illetve az adócsalás előfordulási aránya, ott kevésbé figyelhető meg az adóreformok tőkeszerkezetre gyakorolt hatása.

Ugyanakkor találkozhatunk olyan empirikus kutatásokkal is, amelyek nem igazolták az „adó pajzs” hatás jelentőségét (Hegedüs - Zéman, 2016; LeThi - PhanThi, 2017). Ezt erősítik Hernádi (2014) kérdőíves kutatásának eredményei is, amelyek szerint az eladósodottság kérdésében a társasági adózási megfontolások, a nem hiteljellegű adó megtakarítási lehetőségek és az üzleti kockázatok csupán másodlagos szerepet töltenek be, azaz a választásos elmélet központi tényezői gyengén érvényesülnek a pénzügyi vezetők finanszírozási döntései során. Mindebben véleményem szerint a vállalkozások pénzügyi vezetőinek alacsony pénzügyi kultúrája, a nem tudatos finanszírozási döntések is szerepet játszanak, illetve nem elhanyagolható tényező a (saját)tőkehiány miatti szűk mozgástér, a kényszerpályán való működés.

A fentiekben ismertetett kutatások eltérő eredményeinek vonatkozásában kiemelendő a vizsgált adatbázisok változatossága, meglehetősen széles időintervalluma, így a vizsgálatok kamat-, adó- és inflációs környezetének különbözősége. Nem meglepő tehát, hogy az egyes kutatások eltérő eredményeket közvetítenek.

Ezek közül megvizsgálva a hazai társasági adókulcs mértékének és a kamatkörnyezetnek az alakulását, egyértelműen csökkenő tendencia (1. táblázat)⁸ figyelhető meg. Mivel alacsony társasági adókulcs és alacsony kamatok mellett az „adó pajzs” hatás jelentősége csökken (Illés et al., 2011), elméleti megközelítésben is igazolást nyer, hogy a kamatok adóvédelme a hazai gyakorlatban – jelen gazdasági környezetben – nem érvényesül.

1. táblázat: A társasági adó mértékének változása a belföldi illetőségű adóalanyok körében

mértéke	18%	16%	16%	16%	19%	19%	9%
időbeli hatálya	1997.01.01.- 2003.12.31.	2004.01.01.- 2005.12.31.	2006.01.01.- 2007.12.31.	2008.01.01.- 2009.12.31.	2010.01.01.- 2010.08.15.	2010.08.16.- 2016.12.31.	2017.01.01. - napjainkig
megjegyzés	-	-	5 millió forint adóalapig az adó mértéke 10%	50 millió forint adóalapig az adó mértéke 10%	50 millió forint adóalapig az adó mértéke 10%	500 millió forint adóalapig az adó mértéke 10%	-

Forrás: Saját szerkesztés a társasági adóról és az osztalékadóról szóló 1996. évi LXXXI. törvény alapján.

Az adózás és a tőkeszerkezet elemzésének másik iránya a **nem kamat jellegű adómegetakarítási eszközök** elemzése, amelyeknek a **tőkeáttétellel való kapcsolata a választásos elmélet szerint negatív**.

A nem kamat jellegű adómegetakarítási eszközök tipikus példája az értékcsökkenési leírás, amely a kamatok adóvédelméhez hasonlóan az adózás előtti eredmény csökkentésén keresztül csökkenti a fizetendő adó összegét (Ambrus, 2015).

Ugyanakkor ezt az adómegetakarítási eszközt, mint tőkeszerkezetet befolyásoló tényezőt, érdemes kritikai megközelítésben kezelni. Egyrészt azért, mert a beruházási döntések eredményeként jelentkezik a vállalkozásoknál, így csak közvetetten érinti a tőkeszerkezetet. Másrészt annak ellenére, hogy a társasági adótörvény által elszámolható amortizáció csökkenti az adóalapot és a vállalkozásoknak lehetőségük van a társasági adótörvény által megjelölt kulcsoktól eltérő mérték alkalmazására, a vállalat által (a számviteli törvény szerint) költségként elszámolt amortizáció növeli az adóalapot, így az adóalapkorrekciós tételek egyenlegének függvényében az amortizáció nem csak „adómegetakarítást”, hanem adó növekedést is eredményezhet. Harmadrészt a hazai

⁸ Az irányadó kamat (jegybanki alapkamat) 2016. május 25. óta 0,9% volt, amely 2020. június 24. napján tovább csökkent 0,75%-ra, majd újabb csökkentés következtében, 2020. július 22. napjától 0,6% (a kézirat lezárva: 2020. 09. 20.).

társasági adótörvény olyan mértékben szabályozza az elszámolható amortizációt, hogy a vállalkozások nem tudják befolyásolni az adóalapot, ezáltal a fizetendő adót sem.

Több szerző felhívta a figyelmet arra, hogy a nem kamat jellegű adómegtakarítások növekedésével csökken a kamat jellegű adómegtakarítások lehetősége (Ross, 1985; Hirota, 1999). Ezzel szemben én úgy gondolom, hogy az egyik adómegtakarítási lehetőség nem szorítja ki a másikat, sőt Scott (1977) és Moore (1986) is alátámasztották, hogy azok a vállalkozások, amelyek a nem kamat jellegű adómegtakarítás lehetőségét nagymértékben ki tudják használni, azok rendelkeznek a hitelfelvételhez megfelelő fedezettel, ezek a vállalkozások a kamatok adóvédelmét is könnyebben ki tudják használni.

A tőkeszerkezet és az adózás összefüggéseinek vizsgálata során érdemes megemlíteni a bankszektort terhelő különadókat. Ezek a – költségvetés oldaláról kedvezőnek bizonyult – intézkedések a bankok, illetve vállalkozások szempontjából kevésbé voltak örvendeteseek. A pénzügyi szervezetek különadója – közismert nevén a „bankadó” – tulajdonképpen a teljes bankszektort sújtja, hatása különösen a vállalati hitelezésben jelent problémát, hiszen a szokásos vállalati marge-ok nem bírják el a fél százalékos adóterhet (Kovács, 2012). Nem meglepő módon, a bankok „áremeléssel” reagáltak az új közteher bevezetésére, ami – a hitelállomány zsugorodásán keresztül – olyan szektorokban is kimutatható változásokat eredményezett, amelyeket nem terhelt különadó (Siklós - Mladonyiczki, 2016). Konzonanciában az Európai Bizottság 2013-as makrogazdasági elemzésének megállapításával kijelenthetjük, hogy a pénzügyi szektort terhelő különadók hozzájárultak a vállalati hitelezés volumenének csökkenéséhez, tehát hatással voltak a vállalkozások külső forrásainak alakulására.

A vállalkozások számára kedvező reformokra is van példa, úgymint a 2015 nyarától hatályos növekedési adóhitel intézménye, amelynek célja az érintett adóalanyok likviditásának javítása, ezáltal fejlődésük segítése (H. Nagy, 2015). A társasági adóról és az osztalékadóról szóló 1996. évi LXXXI. törvény 26/A. § értelmében, azoknak a vállalkozásoknak, amelyek a folyamatos működés⁹ mellett jelentős növekedést értek el a megelőző adóévhez képest, nem kell egy összegben, esedékességgel megfizetniük a növekedésre jutó adóelőleget, illetve adót, lehetőségük van annak a következő két évben, kamatmentesen, nyolc részletben történő megfizetésére. A törvény szerint a jelentős növekedést a megelőző adóévi adózás előtti eredmény abszolút értékének ötszörösét elérő, vagy meghaladó adóévi adózás előtti eredmény elérése jelenti.

⁹ A törvény értelmében azok a vállalkozások tekinthetők folyamatosan működő vállalkozásnak, amelyek adóalanyisága az adóévet megelőző harmadik évben vagy korábban kezdődött, és az adóévben, illetve az azt megelőző három adóévben nem vettek részt átalakulásban, egyesülésben, szétválásban.

Véleményem szerint ez az intézkedés a gyors növekedésű vállalkozások esetében – a likviditás fenntartása és javítása mellett – a vállalati tőkeköltségek csökkentését eredményezheti, tekintettel arra, hogy az adókötelezettség halasztott, részletekben történő fizetése pótlékmentes, és ezt az összeget a magas kamatozású egyéb kötelezettségek csökkentésére, vagy kedvező hozamú beruházásokra (befektetésekre), további növekedésre fordíthatják a vállalkozások.

2.3.1.3. Jogrendszer és egyéb makro tényezők

A jogrendszer – sok egyéb más mellett – a vállalkozások gazdasági környezetének működési kereteit adja, így olyan általános érvényű jogokat és kötelezettségeket határoz meg, amelyek a gazdasági szereplők által betartandók. Ilyenek többek között az előzőekben vizsgált adó- és a pénzügyi közvetítő rendszer elemei is, a jogrendszer és a tőkeszerkezet kapcsolatának kontextusában pedig a befektetők védelmére irányuló jogi szabályozás mikéntjét értjük a tőkeszerkezet befolyásoló tényezőjeként. Mindez a cégjogban, a csőd- és felszámolási törvényekben, valamint a konkrét befektetővédelmi törvényekben realizálódik, amely megnyilvánulhat a szerződések jogszabályok által biztosított érvényesíthetőségében is. Megállapíthatjuk, hogy a hitelezők védelme a befektetési hajlandóság növelésének eszköze, ami erősen befolyásolja a tőkepiacok méretének és kiterjedésének nagyságát (Krénus, 2007), tehát indirekt módon hat a külső forrásbevonási lehetőségekre.

Magyarországon (és általában a fejlődő országokban) a csődeljárás a csődegyezség megkötésére, így fizetési halasztás melletti reorganizációra irányul, míg a felszámolási eljárás célja a vállalkozás jogutód nélküli megszűnése a hitelezői igények – törvényben meghatározott módon történő – kielégítése mellett. Ezzel szemben vannak olyan országok, ahol a csőd kifejezés alatt a hazai szabályozás szerinti felszámolási eljárást, vagyis a likvidációs folyamatot értik.

A hatályos hazai szabályozás értelmében a csődeljárást maga az adós gazdálkodó szervezet vezetője kezdeményezheti (felszámolási eljárás a hitelező kérelmére is indítható). A csődegyezség keretében az adós megállapodik a hitelezőkkel az adósság rendezésének feltételeiről, illetve módjáról. Engedmények, könnyítések és elengedés mellett dönthetnek a követelés fejében történő részesedés szerzésről is, így a csőd-költségek mellett megjelenik a tulajdonosi befolyás elaprózódása is.

A csőd költségeknél három formáját különböztetjük meg, úgy, mint közvetlen (adminisztrációs), közvetett (például a bevételkiesés, újraszervezés indirekt költségei) költségek és az adóhitelek elvesztése¹⁰ (Miller, 1977; Warner, 1977). Ross és szerzőtársai (2010) a közvetett költségek közé sorolták a csőd eljárás elkerülésének költségeit is.

A felszámolási eljárással kapcsolatban fontos megemlíteni, hogy a kielégítési sorrendre vonatkozó általános szabályok szerint a jogutód nélküli megszűnés esetén először a hitelezők követeléseit kerülnek kielégítésre, és csak ez után jutnak tőkésükhez a tulajdonosok, oly mértékben, amennyire a vállalkozás vagyona ezt lehetővé teszi. Ez alapján felszámolás esetén a saját tőke elvesztése is közvetett csőd költséget jelenthet.

Másik megközelítésben, La Porta és szerzőtársai (1996) a jogrendszerek csoportosításán keresztül vizsgálták a jogrendszer és a hitelezők védelmének kapcsolatát és arra az eredményre jutottak, hogy a precedens jogra épülő jogrendszerek erősebben védik a hitelezők érdekeit.

Összegezve a fentieket, a hatékony jogi szabályozás esetén hitelezői oldalon alacsonyabb kockázati prémiummal kell számolni, aminek következtében a források olcsóbbak lesznek, így a vállalatok számára vonzóbbá teszi a külső források bevonását (Szücs, 2018).

2.3.2. Az endogén tényezők összefoglalása

Az alfejezetben az endogén tényezők hatásaival foglalkozó hazai és valamennyi nemzetközi empirikus kutatás eredményeit ismertetem.

2.3.2.1. Jövedelmezőség

A jövedelemtermelő képesség vizsgálata során arra keressük a választ, hogy a termelési tényezők meghatározott nagyságrendjének és összetételének hatására az adott termelési tényező milyen szerepet töltött be az eredmény létrehozásában. Kiszámítása során mindig az egyes eredménykategóriákat viszonyítjuk valamilyen vetítési alaphoz. A választott eredménykategóriák és vetítési alapok függvényében megkülönböztethetünk bruttó, árbevétel arányos, tőke arányos, élőmunka arányos, eszköz arányos és erőforrás arányos (komplex) jövedelmezőséget.

Figyelemmel kutatásom fő irányvonalára, vagyis a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség kapcsolatának elemzésére, értekezésemben alapvetően a tőke arányos jövedelmezőségi mutatók közül az össztőke jövedelmezőségének és a sajáttőke- arányos nyereségnek (Return on Equity –

¹⁰ Magyarországon csak az előző fejezetben ismertett növekedési adóhitelek intézménye alkalmazható, de az is csak a gyors és jelentős növekedést realizáló vállalkozások számára jelent alternatívát, így annak „elvesztése” tulajdonképpen nem releváns a csőd költségek növekedésében.

ROE) az elemzésére fókuszáltam, de a jövedelmezőségi mutatók tartalmát tekintve valamennyi mutató szerinti elemzés összehasonlítása hasonló eredményekhez vezet.

A tőkeszerkezet és a jövedelmezőség kapcsolatát egy adott mutató kiválasztása esetén is két irányból közelíthetjük meg. A jövedelmezőséget független és függő változóként is értelmezhetjük.

A jövedelmezőség, mint független változó vizsgálata számos empirikus kutatás központi kérdése volt az elmúlt években. Amennyiben a 2.2.2. alfejezetben bővebben ismertetett **választásos elméletből indulunk ki, úgy pozitív kapcsolatot feltételezhetünk a jövedelmezőség és a tőkeáttétel között**, vagyis a magas nyereség jobb hitelképességet jelent (Varga, 2015) és ösztönzi a vállalkozásokat a hitelfelvételre, hogy a kamatok adóalap csökkentő hatásán keresztül kihasználják az adómegtakarítás lehetőségét.

Az **ügynök elmélet szerint szintén pozitív kapcsolatot prognosztizálhatunk** a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség között, amely a menedzsment megfigyelmeztetésének eszközét is jelenti (Jensen - Meckling, 1976).

A 2.2.4. alfejezetben kifejtett **hierarchia elmélet alapján a kapcsolat negatív irányú**, tekintve, hogy minél jövedelmezőbb egy vállalkozás, annál több profitot képes realizálni és a pénzügyi vezetők (tulajdonosok) a saját forrásokat, így a visszatartott profitot preferálják finanszírozási döntéseik során, idegen forrásokért csak az előbbieket kimerítését követően folyamodnak. Ugyanakkor a kevésbé profitábilis, volatilis és alacsony pénzáramú vállalkozások, a pozitív nettó jelenértékű beruházások reményében nagyobb hajlandóságot mutatnak külső források bevonására (Baloghné – Mundaca, 2015).

Nem minden esetben azonos eredménykategóriával illetve vetítési alappal számolva, de ezt az elméletet, vagyis a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti negatív kapcsolatot igazolták: Rajan és Zingales (1995) a G7 országait vizsgálva, Revoltella (1998) a cseh tőzsdei vállalkozások esetében, Hirota (1999) a japán vállalatok vonatkozásában, Krénusz (2005/b) amerikai, Balla (2006), Szemán (2008), Katits és Szemán (2017/a) magyarországi, Németh és Gyurcsik (2019) svéd vállalkozásokat elemezve, és részben Aulová és Hlavsa (2013) szerzőpáros is, cseh mezőgazdasági vállalkozások tekintetében.

Ugyanezt vizsgálta Szücs (2015) járműipari vállalkozásokra kiterjedően, aki arra az eredményre jutott, hogy azok a vállalkozások, amelyek magas jövedelmezőséget érnek el, alacsonyabb arányban vonnak be idegen tőkét vállalkozásuk forrásszerkezetébe, és az is leginkább egyéb rövid lejáratú kötelezettségek formájában történik.

Forgács és Futó (2014) gabonatermesztő gazdaságok vonatkozásában nem találtak függvényyszerű kapcsolatot a tőkeáttétel és a jövedelmezőség között.

Összefoglalva, minél magasabb egy vállalkozás jövedelmezősége, annál kevésbé preferálja (/van szüksége) külső források bevonására (hierarchia elmélet). Ha mégis a tőkeáttétel mellett dönt a vállalkozás pénzügyi vezetése, akkor nagyobb valószínűséggel és alacsonyabb költségek mellett számíthatnak banki finanszírozásra, ez utóbbi pedig lehetőséget teremt az „adó pajzs” hatás kihasználására (választásos elmélet).

Vagyis egyrészt megállapítható, hogy minél jobb egy vállalkozás önfinanszírozó képessége, jövedelmezősége, annál könnyebben és annál kedvezőbb feltételekkel jut hitelhez, másrészt az idegen források bevonásával növelhetjük a saját tőke hozamát, amennyiben a külső forrás elvárt hozama kisebb, mint az összes eszköz jövedelemtermelő képessége (Borszéki, 2008).

Tehát a jövedelmezőség, mint függő változó is részt vesz a tőkestruktúra és a saját tőke jövedelmezősége közötti kapcsolatban.

Mezőgazdasági vállalkozásokat vizsgálva, Borszéki (2008) az újabb forrásbevonás eredményeként az összes tőke és a saját tőke jövedelmezőségének javulását tapasztalta. Herczeg (2009) szintén mezőgazdasági vállalkozásokból álló mintán elemezte a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség kapcsolatát, és megállapította, hogy a forrásszerkezeti arányok jelentősen hatnak a jövedelmezőségre, és számításokkal igazolta, hogy felírható egyfajta idegen tőke/ saját tőke arány, amelyhez viszonyítva kijelenthető, hogy a vállalkozás eredményesen vagy veszteségesen végzi tevékenységét.

Baranyi és szerzőtársai (2012) ugyancsak mezőgazdasági vállalkozásokat vizsgálva, arra az eredményre jutottak, hogy az uniós csatlakozást követően a bővülő támogatási lehetőségeknek köszönhetően javult az agrárvállalkozások jövedelmezősége, esetükben a jövedelmezőség és ezen keresztül a nyereségági önfinanszírozás erősen támogatásfüggő. A támogatások kiemelet szerepére hívta fel a figyelmet Borszéki (2003) is, aki úgy fogalmazott, hogy a termelők közvetlen támogatásának növelése és a továbbiakban a nemzeti támogatásban rejlő lehetőségek jó kihasználása hozzájárul a hatékony mezőgazdasági termelés stabil feltételeinek kialakításához.

2.3.2.2. Vállalatméret

A választásos tőkeszerkezet elmélet szerint a vállalat mérete meghatározó tényező a tőkestruktúra kialakításában, és fordítottn arányos a csőd bekövetkezésének valószínűségével (Baloghné – Mundaca, 2015). Ebből következik, hogy szoros összefüggés van a vállalat mérete és kockázata, illetve a csődbejutás valószínűsége, mint további befolyásoló tényezők között.

Amíg a hitelezők a nagyvállalatokról kevésbé feltételezik, hogy csődbe, vagy csődközeli helyzetbe kerüljenek, valamint képesek a megfelelő fedezet biztosítására, addig a mikro- és kisvállalkozások, esetenként a középvállalkozások működése sem kiszámítható, alacsony tőkeerő (elégtelen fedezet) és a transzparencia hiánya jellemzi őket, ebből adódóan egy kisvállalkozás többnyire nehezebben jut hitelekhez. Mindez a tranzakciós költségek növekedésében is szerepet játszik (Béza et al.,

2013), vagyis amellet, hogy számukra nehezebb külső forrásokat bevonni tőkeszerkezetükbe, drágább is.

A fentiek alapján azt feltételezhetjük, hogy minél nagyobb (tőkeerősebb, transzparensőbb, illetve kevésbé kockázatos) egy vállalkozás, annál nagyobb eséllyel jut külső forrásokhoz, ennél fogva ***a választásos elmélet szerint pozitív kapcsolat valószínűsíthető a tőkeáttétel és a vállalatméret között.***

Az előzőekkel összhangban, a méret és a tőkeáttétel kapcsolatának vizsgálatával foglalkozó tanulmányok jelentős része pozitív kapcsolatot mutatott ki a két tényező között. Néhányat kiemelve: Rajan és Zingales (1995), Revoltella (1998), Aulová és Hlavsa (2013), Hirota (1999), Oino és Ukaegbu (2015) a nigériai tőzsdén jegyzett vállalatokat illetően, Ţaga és Stănică (2016) pedig román vállalati mintán bizonyították a méret és az áttétel közötti pozitív kapcsolatot.

Ugyanakkor Krénusz (2007) magyarországi vállalati mintát, Salawu (2007) nigériai tőzsdén jegyzett társaságokat, Kiraci és Aydın (2018) légitársaságokat vizsgálva csak a hosszú lejáratú kötelezettségek esetében igazolták a pozitív kapcsolatot.

Bevan és Danbolt (2002) az Egyesül Királyság vállalkozásain végzett kutatása a vállalat mérete és a hosszú lejáratú kötelezettségek vonatkozásában szintén a pozitív kapcsolatot támasztotta alá, míg a rövid lejáratú hitelek vonatkozásában negatív kapcsolatot találtak.

Ezzel szemben Stekla és Grycova (2016) a Cseh Köztársaság mezőgazdasági üzemének tőkeszerkezetét vizsgálva hosszú lejáraton a negatív kapcsolatot, míg rövid lejáraton a pozitív kapcsolatot bizonyították.

Balogné és Mundaca (2015) szintén hazai mintát elemezve a hosszú lejáratú kötelezettségek és a méret között nem találtak kapcsolatot, a rövid lejáratú kötelezettségek és a vállalat mérete között ők is negatív korrelációs kapcsolatot tapasztaltak, tehát a kötelezettségek lejáratától tették függővé eredményeiket.

Véleményem szerint ezek az ellentétes eredmények alaposabb körültekintést igényelnek. Egyrészt megjegyzendő az eltérő mérőszámok alkalmazása. A legtöbb esetben a vállalat méretét a foglalkoztatottak létszámával, de voltak, akik az árbevétellel vagy a vállalkozás eszközeinek logaritmusával fejezték ki. Másrészt nem hagyható figyelmen kívül az a tény, hogy minél nagyobb egy vállalkozás, annál inkább képes saját forrásból finanszírozni működését és annál kevésbé van szüksége külső forrásokra, azon belül is rövid lejáratú külső forrásokra, amely gondolatmenet magyarázatul szolgál a két tényező közötti negatív kapcsolatra.

Másik megközelítésben, a hierarchiaelmélet abból a feltevésből indul ki, hogy minél nagyobb egy vállalkozás, annál nagyobb ügynöki, csőd- és aszimmetrikus információból származó költségekkel kell számolnia, így nehezebben jut hitelekhez (Balogné – Mundaca, 2015), így ***a hierarchiaelmélet szerint negatív kapcsolat valószínűsíthető a tőkeáttétel mértéke és a vállalatméret között.***

Ezt támasztotta alá Szemán (2008) és Olokoyo (2013), akik a teljes kötelezettségállomány tekintetében mutatták ki a negatív kapcsolatot, vagyis minél nagyobb egy vállalat annál kisebb a tőkeáttétele.

2.3.2.3. Vállalati növekedés

A makrogazdasági növekedés mérésével ellentétben a vállalati növekedés mérési lehetőségeiről a közgazdászok máig nem jutottak konszenzusra. Nincs egyetértés arról, hogy egy indikátorral (és melyik legyen az), vagy több mutató kombinációjával (és melyek legyenek azok) mérjük a vállalati növekedést – világított rá tanulmányában Zsupanekné (2010). Ennek okán nehéz meghatározni a tőkeszerkezetre gyakorolt hatását, az eddigi kutatások sem adnak egyértelmű eredményt, de a tőkestruktúra, vagyis a hosszúlejáratú saját és idegen tőke összetétele és a vállalati növekedés között az összefüggés valószínűsíthető (Zsupanekné, 2005).

Antal (2011) a növekedést befolyásoló tényezőként nevesítette a finanszírozási forrásokhoz való hozzáférést, ahogy Szemán (2005) is azt feltételezte, hogy minél jobban növekszik egy cég, annál inkább szüksége van külső forrás bevonására, vagyis ***a tőkeáttétel és a vállalati növekedés között pozitív kapcsolat feltételezhető.***

Ezt támasztotta alá Revoltella (1998), Onio és Ukaegbu (2015) is, akik a pozitív korrelációt igazolták a tőkeszerkezet és a növekedési lehetőségek között.

Ezzel szemben Rajan és Zingales (1995) a vállalat befektetési lehetőségeivel azonosították a növekedési lehetőségeket és a G7 országaiban rendre negatív kapcsolatot mutattak ki a növekedés és a tőkeáttétel között, ahogyan japán vállalati mintát elemezve Hirota (1999) is.

Krénusz (2005/b) az Egyesült Államok piacára fókuszáló kutatásában viszont csak a kapcsolat meglétét tudta kimutatni, számításai alapján annak iránya nem egyértelmű. Ugyanezt magyarországi mintán vizsgálva Krénusz (2007), valamint Balogné és Mundaca (2015) a kapcsolatot sem igazolták.

A különböző eredményeket a növekedés mérésének nehézségeivel, ergo az eltérő mérőszámok alkalmazásával magyarázom. Voltak, akik a befektetési lehetőségeket vették alapul, míg mások az árbevétel változásával azonosították a vállalkozások növekedési lehetőségeit.

2.3.2.4. Az eszközök összetétele

Az eszközök összetételénél a tárgyi eszközök aránya, illetve volumene van hatással a tőkeszerkezet alakulására, ugyanis hitelfelvételnél azok szolgálnak fedezetül. Minél nagyobb a fedezetként figyelembe vehető eszközök aránya, illetve volumene, annál nagyobb eséllyel részesülhetnek külső, idegen forrásból a vállalkozások, továbbá a hitelfelvétel tranzakciós költségeinek csökkentéséhez is hozzájárulnak.

A vállalatméretnél, illetve növekedésnél kifejtett indokokhoz hasonlóan *a választásos elmélet szerint a tőkeszerkezet és az eszközök összetétele között pozitív korreláció valószínűsíthető.*

A fentiek tükrében Rajan és Zingales (1995), valamint Hirota (1999) pozitív kapcsolatot talált a tárgyi eszközök összetétele és a tőkeáttétel között, tehát azt igazolták, hogy a tárgyi eszközök növekedése a tőkeáttétel növekedését vonja maga után.

Onio és Ukaegbu (2015) csak hosszú lejáraton mutatták ki a pozitív kapcsolatot, míg rövid lejáraton negatív korrelációt tártak fel, ahogy Ţaga és Stănică (2016) szerzőpáros és Krénusz (2007) is, akik a teljes hitelállomány, tehát a rövid és hosszú lejáratú hitelek összevont vizsgálata során is negatív irányú kapcsolatot tapasztaltak. Akárcsak közép- és kelet-európai országokat vizsgálva Nivorozhkin (2003) valamint Haas és Peeters (2006) is.

Ennek magyarázatára szolgál(hat) a rövid lejáratú hitelek túlsúlya, amelyeknek a tőkeáttétellel való negatív kapcsolatát az indokolja, hogy az átmeneti forráshiány fedezetére szóló hiteleknél nem szükséges tárgyi fedezet biztosítása. Ezt a gondolatmenetet támogatja alá Baloghné és Mundaca (2015), akik az eszközök összetétele és a rövid lejáratú, valamint a teljes áttétel közötti negatív, a hosszú lejáratú áttétel közötti pozitív kapcsolatból arra a következtetésre jutottak, hogy amikor a magyarországi, hazai tulajdonú kis- és közepes vállalkozások a tárgyi eszközök növekedését tapasztalják, akkor rövid lejáratú hiteleiket hosszú lejáratú hitekkel helyettesítik.

Másik magyarázata lehet a *negatív irányú kapcsolatnak a hierarchia elmélet,* amely azt feltételezi, hogy a magasabb tárgyi eszköz állománnyal rendelkező vállalkozások az információs aszimmetria okozta kockázatok elkerülése miatt kevésbé vesznek igénybe külső forrásokat.

2.3.2.5. Üzleti kockázat

A pénzügyekben általában a működési pénzáramok volatilitásával kapcsolatos bizonytalanságot értjük kockázat alatt (Pálinkó – Szabó, 2006), ami felveti a fix adósságszolgálat nem teljesítésének lehetőségét. Minél kockázatosabb egy vállalat, annál magasabb kamatok (kockázati felár) mellett részesülhetnek külső finanszírozási forrásokban. Következésképpen, ha változik az üzleti kockázat, változni fog a tőkeköltség is (Brealey – Myers, 2011). Mindezek alapján *negatív kapcsolatot feltételezhetünk az áttétel és az üzleti kockázat között,* amely feltételezést az empirikus kutatások egyértelműen nem tudták sem megerősíteni, sem megcáfolni.

Az üzleti kockázatot kutatásuk során Balla (2006) és Krénusz (2007) is az eszközarányos megtérülés (ROA) szórásával fejezték ki, eredményeik mégsem mutatnak teljesen egységes képet. Amíg az első kutatás a pozitív szignifikáns kapcsolatot mutatta ki, addig a második esetben a teljes áttétel és a kockázat között nem mutatható ki szignifikáns kapcsolat, hosszú lejáraton is csak gyenge összefüggést figyelhető meg.

2.3.2.6. Tulajdonosi szerkezet

A vállalkozások tulajdonosait alapvetően két szempont alapján szokás csoportosítani. Egyrészt vizsgálhatjuk a belföldi – külföldi tulajdoni arányokat, másrészt a megbízó – ügynök elméletre, valamint a jogok és felelőségek elosztására is visszavezethető (Mansur – Tangl, 2018) tulajdonos – menedzsment viszony is releváns tényező a tőkeszerkezet szempontjából, de a szakirodalmak tanulmányozása során az állami tulajdon arányának empirikus vizsgálatára is találhatunk példákat.

Balla (2006), Krénusz (2007) valamint Gál (2013) rendre pozitív kapcsolatot mutattak ki az áttétel és a külföldi tulajdoni hányad között, vagyis minél nagyobb a külföldi tulajdon aránya, annál magasabb a vállalkozások tőkeáttétele. Ennek egyszerű magyarázata, hogy a hazai források mellett könnye(bbe)n jutnak külföldi forrásokhoz.

Az állami tulajdon szerepének vizsgálata során Krénusz (2007) negatív összefüggést tapasztalt, amit azzal magyarázott, hogy az állam inkább saját tőkével ruházza fel ezeket a vállalkozásokat, minthogy hitelfelvételre kényszerüljenek.

A fentiekkel ellentétben Baloghné – Mundaca (2015) szerzőpáros és Gál (2013) nem találtak statisztikailag igazolható szignifikáns összefüggést az állami tulajdon aránya és a tőkeáttétel mértéke között, ahogy Özer és Özen (2017) sem találtak ok-okozati összefüggést a tulajdonosi struktúrák és a tőkeszerkezet között, akik az állami tulajdon aránya mellett a külföldi részesedések arányát, valamint a tulajdonosi koncentrációt is vizsgálták tanulmányukban.

A nemzetközi szakirodalmakban találhatunk példát a menedzsment tulajdoni viszonya és a tőkeáttétel közötti összefüggések vizsgálatára is. Kulathunga és szerzőtársai (2017) szignifikáns pozitív kapcsolatot mutattak ki a tőkeszerkezet és a vezetők tulajdonában lévő részvények aránya között. Ezzel szemben Al-Thuneibat (2018) eredményei a szignifikáns negatív kapcsolatot igazolják a két tényező között.

2.3.2.7. Tevékenység jellege

A vállalkozások tevékenységi köre (iparági hovatartozása) szoros összefüggést mutat az eszközök összetételével, ugyanis az ipari vállalkozások esetében a tárgyi eszközök jelentősen nagyobb arányt képviselnek az összes eszköz értékén belül, mint a kereskedelmi vállalkozásoknál, ahol nagy hangsúly helyeződik a forgóeszközök állományára. De ágazaton belül is különbségek adódnak, a hazai ipar szerkezete finanszírozás szempontjából is diverzifikáltnak tekinthető, hiszen egészen eltérő sajátosságok jellemzik az autóipart, vagy éppen a feldolgozóipart.

Az eszközöknek ezektől eltérő összetételét figyelhetjük meg a szolgáltató szektorban, ahol a szolgáltatás jellegétől függően szintén nagyon változatos képet festenek szektoron belül is az egyes vállalkozások eszközstruktúrái, gondoljunk például egy közlekedési szolgáltató és egy masszázsszalón eszközigényére.

A mezőgazdaság, mint egy több szempontból speciális ágazat tekintetében további különbségeket figyelhetünk meg. Egyrészt a mezőgazdasági termelés eredményességét, a jövedelmezőséget valamennyi tevékenységtől eltérő tényezők határozzák meg, így az ágazat eredményességét (a költségek és a hozamok alakulását) jelentősen befolyásolja a biológiai folyamatok alakulása és az embertől független külső tényezők változó hatása, úgymint az éghajlati viszonyok, csapadék vagy a napsütés (Túróczy, 2013). Másrészt az agrárium kifejezetten tőkeigényes ágazatnak minősül. Mindez azt jelenti, hogy az agrárvállalkozások beindításához, valamint a folyamatos működés biztosításához jelentős arányú befektetésekre, eszközlekkötésre van szükség. Értem ez alatt a gépeket, berendezéseket, épületeket, tenyészállatokat, vagy éppen a termőföldeket.

Természetesen a mezőgazdasági gazdálkodó szervezetek forgóeszköz-állománnyal is rendelkeznek, mégis a befektetett eszközök állománya a meghatározó az eszközstruktúrájukban. A befektetett eszközök és a forgóeszközök aránya pedig pénzügyi szempontból a vállalatok likviditásával, finanszírozási stratégiájával van szoros kapcsolatban.

A tevékenységi kör, mint befolyásoló tényező vizsgálatával foglalkozott Krénusz (2007), aki arra a következtetésre jutott, hogy minél tőkeigényesebb egy vállalat, annál inkább nő a tőkeáttétele, illetve a magas fix költségekkel dolgozó vállalatok alacsonyabb áttétellel dolgoznak, amelyet a magasabb kockázattal magyarázott, tehát az iparág differenciáló hatását állapította meg.

Csernák és Konecsny (2013) a vállalkozások eredményességi – eladósodottsági helyzetét vizsgálták az iparági hovatartozás kontextusában, és szintén kimutatták a két tényező közötti kapcsolat meglétét, ám a kapcsolat erőssége elemzésük során csupán gyengének minősült.

Szemán (2008) a csordaszellem oldaláról közelítette meg az iparági hovatartozás befolyásoló hatását, de kitért a tárgyi eszközök jellegére, valamint az ágazat gazdasági ciklusokra való érzékenységére is. Úgy fogalmazott, hogy amennyiben egy ágazat (pl. vaskohászat, építőipar) érzékeny a gazdaság ingadozásaira, akkor nem működhet sok idegen tőkével, mert recesszió idején

fizetési nehézségei támadnak. Az ágazat magyarázó erejének vizsgálatát a teljes sokaság mellett időszakonként és méret szerinti bontásban is elvégezte. Az időbeli változások tekintetében nem mutatott ki nagy különbségeket, méret alapján azt a konklúziót vonta le, hogy minél nagyobb vállalatról van szó, annál jobban érvényesülnek az iparág jellemző karakterisztikái.

2.3.2.8. Területi elhelyezkedés

A területi elhelyezkedés, mint befolyásoló tényező a régiók, országok, nagyobb földrajzi területek gazdasági jellemzőinek a hatását fejezi ki, tulajdonképpen az exogén tényezők egy mutatóban való tömörítését jelenthetné. Azonban vannak olyan körülmények, amelyek önmagukban nem értelmezhetők befolyásoló tényezőként, illetve egységesen nem szabályozhatók (pl. 100 vállalkozásra jutó bankfiókok száma a régióban; a fizetőképes kereslet nagysága (Gál, 2013), beszállítói kör nagysága, jellemzői) vagy nem mérhetők (pl. szokások, hagyományok) mégis hatással vannak a tőkeszerkezet alakulására.

Palacín-Sánchez és szerzőtársai (2013) Spanyolország régióiban vizsgálták a területi elhelyezkedés és a tőkeszerkezet közötti összefüggést. Tanulmányukban többek között a differens GDP arányos bankhitelekkel, az 1000 lakosra jutó bankfiókok számával, az egy főre jutó GDP-vel, a GDP növekedéssel és az inflációs rátával magyarázták a régiók közötti különbségeket. Eredményeik statisztikailag szignifikáns regionális különbségeket mutattak ki a vállalkozások rövid- és hosszúlejáratú, valamint teljes hitelállománya tekintetében.

Magyarországi vállalkozások vonatkozásában Gál (2013) szintén azt a megállapítást tette, hogy a területi elhelyezkedésnek szignifikáns a hatása a vállalkozások tőkeszerkezetére.

2.3.2.9. Egyéb tényezők

Az előzőekben olyan endogén tényezőket mutattam be, amelyek a tőkeszerkezet befolyásoló tényezőivel foglalkozó kutatások meghatározó többségében a vizsgálat tárgyát képezték, ugyanakkor a szakirodalom áttekintése során talákoztam olyan tényezőkkel, amelyekkel csak néhány tanulmány foglalkozik. Az alfejezetben ezek rövid ismertetésével foglalkoztam.

Baloghné és Mundaca (2011) a *pénzeszközök* befolyásoló szerepét vizsgálták. Az ügynök és a hierarchia elméletek szerint negatív kapcsolatot feltételeztek a pénzeszköz-állomány nagysága és az áttétel között, amelyet empirikusan igazoltak is. Eredményeik azt mutatják, hogy a hazai nagyvállalatok a pénzeszközök növekedésére a rövid lejáratú kötelezettségek csökkentésével reagálnak, míg a kis/közepes feldolgozóipari vállalatok magas készpénzállomány mellett hosszú lejáratú kötelezettségeiket csökkentik, a jobb reputáció érdekében.

A *hírnév* vizsgálatára is találhatunk példát a szakirodalmak áttekintése során. Ţaga és Stănică (2016) a vállalat könyv szerinti és piaci értékének hányadosával fejezték ki a vállalkozás hírnevét, amelyet rövid és hosszú lejáratú, valamint a teljes áttételhez viszonyítva is megvizsgáltak. Eredményeik azt mutatják, hogy a hírnév javulásával, a rövid lejáratú áttétel (ezáltal a teljes áttétel is) nő, míg a hosszú lejáratú áttételre nincs hatással a hírnév javulása.

Vannak szakirodalmak, amelyekben *jelzésérték* modellel (Signalling), mint tőkeszerkezet elmélettel találkozhatunk (pl. Krénusz, 2007; Szücs, 2018), de ezzel ellentétben – ahogy Gál (2013) is – a befolyásoló tényezők között említtem a jelzésértéket. Véleményem szerint a jelzésérték önmagában nincs közvetlen hatással a vállalkozások pénzügyi forrásainak összetételére, csupán befolyással lehet a menedzsment ez irányú döntésére. Ezt a gondolatot támasztja alá, hogy a jelzésérték nem egy konkrét tényezőt jelent, annak kifejezésére több lehetőség is adott, amelyek közül legtöbbször az osztalék nagyságát alkalmazzák. Az *osztalék* kifejezheti a jó pénzügyi helyzetet (Balla, 2006), minél magasabb arányú az osztalék, annál inkább következtethetünk a megfelelő, eredményes működésre (Gál, 2013), ami alapján pozitív kapcsolatot feltételezhetünk a jelzésérték és a tőkeáttétel között.

Ugyanúgy jelzésértékkel bír az *exportpiaci jelenlét*. Számos tanulmány (pl. Szerb et al., 2013; Békés et al., 2013; Éltető – Udvari, 2018) rávilágított arra, hogy az exportpiacon megjelenő vállalkozások magasabb eredményeket képesek elérni, tehát a magas jövedelmezőségről, magasabb termelékenységről nyújt információkat, csökkentve a vállalat kockázati besorolását. Ezáltal könnyebben és olcsóbban juthatnak külső forrásokhoz a vállalkozások, így továbbra is helytálló a pozitív kapcsolat feltételezése, amelyet empirikus úton is igazolt Abor (2008), valamint Baloghné és Mundaca (2015).

Ezen kívül, minél nagyobb az export volumene, annál kevésbé valószínűsíthető, hogy a vállalkozásnak *likviditási* problémái lennének (Baloghné- Mundaca, 2015). A likvid vállalatok hitelképesebbek is (Krénusz, 2007), amely szintén alátámasztja a pozitív kapcsolat feltételezését. Ezzel szemben Aulová és Hlavsa (2013) cseh mezőgazdasági vállalkozások teljes és a rövid lejáratú hitelállományát vizsgálva negatív kapcsolatot mutattak ki.

A vállalkozás alapítása óta eltelt évek, vagyis a *kor* szintén jelzésértékű tényező, amely a folyamatos és fenntartható működésre enged következtetni, így a hitelképesség fontos tényezőjét jelenti, ami pozitív kapcsolatra utalhat. Egyiptomi vállalkozásokat vizsgálva ezt a pozitív kapcsolatot igazolta Wahba (2014). Ellenben, ha az álláspontomhoz közelebb álló feltevésből indulunk ki, amely szerint a régóta működő vállalkozások nagy volumenű visszatartott profitot halmozhattak fel az évek során, aminek következtében nem szorulnak külső források bevonására, negatív kapcsolatot is feltételezhetünk a kor és az áttétel között, amelyre empirikus példa Forte és szerzőtársainak (2013) brazil kis- és középvállalati mintán végzett kutatása.

Szintén hatással lehet a tőkeszerkezetre a *vállalati életciklus*. A különböző életszakaszokban más és más pénzügyi problémákkal kell szembenéznük a vállalatvezetőknek, így az alapítás és a működés megkezdése, a korai és az érett növekedés, a stabilitás és a stagnálás, valamint a hanyatlás, vagyis a válság (csőd) idején is különböző összetételét figyelhetjük meg a rendelkezésre álló tőkének. Katits (1998) részletesen foglalkozott a vállalati fúzió esetén optimális tőkestruktúra kérdésével is.

További tényező a *termékek egyedisége*, amely leginkább pénzügyi nehézségek esetén, vagy csőd közeli állapotban érezteti hatását (Balla, 2006), ezért ennek a hatásnak az általánosítása nehézségekbe ütközik. Ennek okán nem meglepő, hogy kevés empirikus kutatás foglalkozott a termékegyediség vizsgálatával.

Czelleng (2013) tanulmányában a *pénzügyi flexibilitás*, vagyis a nem várt eseményekre, lehetőségekre történő reakció idejének és mértékének oldaláról közelítette meg a tőkeszerkezeti döntéseket, és azt tapasztalta, hogy a pénzügyi flexibilitás hatással van a tőkeszerkezetre. Minél nagyobb a flexibilitás annál magasabb a saját tőke, hiszen értelemszerűen így képesek alacsonyan tartani a vállalkozások a kötelezettségek arányát, hogy a későbbi lehetőségek, vagy negatív sokkok esetén kölcsöntőkéhez juthassanak. Bancel és Mittoo (2010) a pénzügyi flexibilitást a vállalati tőkeszerkezeti döntéseket leginkább befolyásoló tényezőként említették tanulmányukban.

2.4. A tőkeszerkezettel foglalkozó hazai kutatások összefoglalása

A magyarországi vállalkozások tőkeszerkezetével kapcsolatos kutatások publikálásának kronológiai sorrendjében az elsők közé tartozik *Csermely (1996)* tanulmánya, aki a hazai vállalkozások banki finanszírozását vizsgálta az 1991 és 1994 közötti időszakban.

Ide sorolhatjuk *Cornelli és szerzőtársai (1996)* munkáját is, akik lengyel és magyar mintán vizsgálták a tőkeszerkezet optimalizálásának kérdését 1992-től 1996-ig terjedő periódusban.

Később *Csermely és Vincze (1999)* a magyarországi vállalkozások tőkeáttételének és a külföldi tőkebefektetésnek az összefüggéseit vizsgálták.

Az ezredfordulót követően jelentek meg *Colombo (2001)* és *Nivorozhkin (2002)* magyar vállalkozások tőkeszerkezetével foglalkozó tanulmányai.

Pataki (2003) kutatásának középpontjában a hazai agrárvállalkozások tőkeszerkezetét illetően a 1992 és 2000 közötti időszakban végbement változások, a változások okainak feltárása volt.

Sinkovics (2005) a magyarországi vállalkozások tőkeszerkezetének változásait vizsgálta 1995-2002 között.

Balla (2005) disszertációjának témája a magyar feldolgozóipari vállalatok tőkeszerkezetének vizsgálata volt az 1992-től 2001-ig terjedő periódusban, illetve a tőzsdei cégek tőkestruktúráját elemezte 1995-2000 között.

Cziráki (2007) a magyar és az osztrák tőzsdén jegyzett vállalkozások tőkeszerkezetével foglalkozott tanulmányában.

Némethné és Sinkovics (2007) magyar, nem pénzügyi vállalkozásokat tartalmazó adatbázison vizsgálta a tőkeszerkezet alakulását, 1995 és 2003 közötti időszakban.

Krénus (2007) feldolgozóipari mintán vizsgálta disszertációjában, hogy az 1992 és 2003 közötti időszakban igazolhatók-e a nemzetközi kutatások tőkeszerkezeti elméletei magyar vállalkozások vonatkozásában is.

Szemán (2008) szintén a tőkeszerkezetet befolyásoló "klasszikus" vállalati tényezők magyarországi érvényesülését kutatta 1992 és 2003 között, a vizsgált minta a teljes hazai vállalati szektorra kiterjedt, ágazati szűkítés nélkül.

Herczeg (2009) társas mezőgazdasági vállalkozások forrás és tőkeszerkezetét vizsgálta értekezésében 2002 és 2006 között, különös figyelemmel a forrásszerkezeti arányok és a jövedelmezőség kapcsolatára.

Gál (2013) kis- és középvállalkozások tőkeszerkezetének befolyásoló tényezőit, a nemzetközi eredmények magyarországi érvényesülését elemezte disszertációjában 2007-től 2011-ig bezárólag.

Hernádi (2014) Közép- és Kelet- Európai országok példáján vizsgálta a tőkeszerkezet elméleti és gyakorlati kérdéseit. Kérdőíves kutatásában kitért a menedzsment finanszírozási preferenciáira is.

Hegedüs (2016) a magyarországi önkormányzatok tulajdonában lévő vállalkozások tőkeszerkezetének sajátosságait kutatta 2006-2013 közötti intervallumra vonatkozóan.

Katits és Szemán (2017/a, b) a TOP 5000 adatbázis alapján elemezte a magyar vállalati szektor tőkeszerkezetét.

Szemán (2017/a, b) külön a szolgáltató szektorban is vizsgálta bizonyos tőkeszerkezet elméletek érvényesülését.

Szücs (2018) Kelet-Nyugat relációban elemezte valamennyi európai ország – beleértve Magyarországot – vállalkozásainak tőkeszerkezetét, azok közötti eltéréseket, illetve a tőkeszerkezet elméletek érvényesülését a világgazdasági válság utáni időszakban (2008-2015).

3. ANYAG ÉS MÓDSZER

Disszertációm elkészítésekor a szekunder, valamint primer kutatási technikákra és kvantitatív módszerek alkalmazására támaszkodom. Ebben a fejezetben ezek részletes ismertetésével foglalkoztam.

3.1. Az elemzések tárgyát képező adatok forrásai, az adatbázis felépítése

Az összesített adatok, vagyis a tendenciák vizsgálatát a **Központi Statisztikai Hivatal** (a továbbiakban: KSH), a **Magyar Nemzeti Bank**, illetve valamennyi külföldi ország központi bankjának honlapján nyilvánosan elérhető, valamint a **Nemzeti Adó- és Vámhivatal** által rendelkezésemre bocsátott összesített (az összes társasági adóalanyra kiterjedő) adatok alapján végeztem.

Az összefüggésvizsgálatok alapjául szolgáló adatbázis, vagyis az éves beszámolók információtartalmával megegyező egyedi adatok a Creditreform cégadatbázisból álltak rendelkezésemre, azon belül a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti kapcsolat elemzése során a társasági adó hatálya alá tartozó, kettős könyvvitelt vezető vállalkozások mérleg és eredménykimutatás adataira támaszkodtam, ismerve az adott cég területi elhelyezkedését, tevékenységi körét, gazdálkodási formáját és méretkategóriáját.

Időbeliségét tekintve a rendelkezésemre álló egyedi adatok csupán a 2018-as évet fedik le, de álláspontom szerint az ismérvek közötti összefüggésekhez kapcsolódó hipotéziseim keresztmetszeti adatokon is tesztelhetők. Az aggregált adatok idősorainak vizsgálatánál megfigyelt tendenciák – amelyek szerint az elmúlt néhány évben számottevő változás nem történt a vállalkozások tőkeszerkezetét illetve jövedelmezőségét illetően – sem indokolják az összefüggésvizsgálatoknak a közelmúltra vonatkozó idősoros elemzését.

Megállapítottam, hogy a társasági adó alanyainak valamennyi ismérv szerinti együttes megoszlása erősen követi a teljes alapsokaságon belüli arányokat, vagyis a kkv körbe tartozó vállalkozások teszik ki az összes vállalkozás több mint 95 %-át, azon belül is nagyon magas (kb. 90%) a mikro vállalkozások aránya. (Részletesebben megtalálható a 4.1.1. alfejezetben.) Mindez az ágazati összetételről is elmondható, amely a teljes vállalati szektorban tapasztalható arányokkal (63. oldal, 13. ábra) konvergál.

A teljes adóalanyi kört a következő lehatárolások szerint szűkítettem:

- Magyarországi székhely.
- Profitorientált gazdasági társaságok (azon belül is korlátolt felelősségű társaságok és részvénytársaságok), valamint agrárgazdasági szövetkezetek.

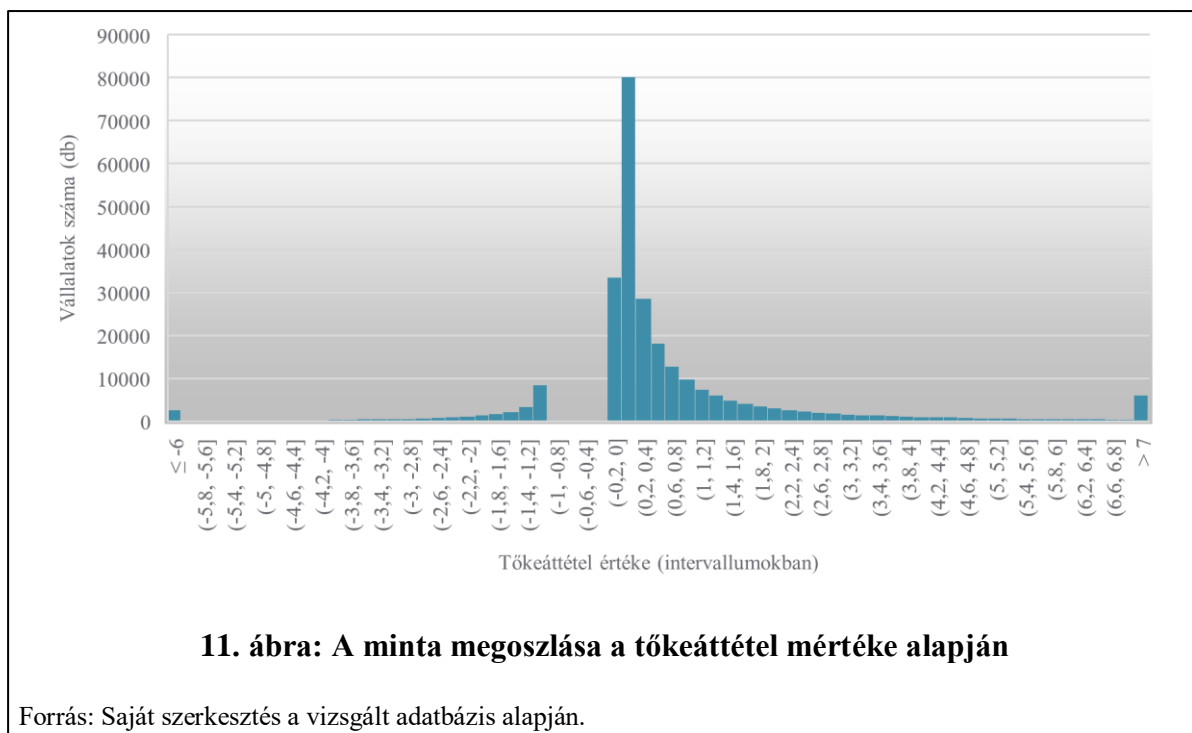
Tehát elemzésem nem terjedt ki egyebek mellett a nonprofit szervezetekre, alapítványokra, közalapítványokra, egyesületekre és az egyéni cégekre.

A fenti lehatárolásokat követően a rendelkezésemre álló adatbázisból töröltem a hiányzó értékeket tartalmazó vállalkozásokat. Ezt követően megvizsgáltam a mintát a vizsgálatba bevont mutatók kiugró értékeinek szempontjából. Megfigyeltem, hogy a tőkeáttétel mutató extrém kiugró értékeket mutat, amire a rendkívül magas értékű terjedelem és vele szemben a nagyságrendileg kisebb interkvartilis terjedelem ($min = -23.075,5$; $max = 60.030,11$; terjedelem: $R = 83.105,61$, $IQR = 1,063$) is utal, így a minta torzítatlanságának biztosítása érdekében szükségesnek ítéltém az extrém outlierok eltávolítását.

A statisztikában szokásos eljárás a csonkolás – miszerint az optimális minta alsó határát az alsó kvartilis interkvartilis terjedelem másfélszeresével csökkentett, illetve a felső kvartilis interkvartilis terjedelem másfélszeresével növelt értékei jelölik ki (Freedman et al., 2005) – ebben az esetben nem bizonyult megfelelőnek, mivel ez jelentős adatvesztést okozott volna (a minta 20,62%-a kiesett volna). Ezért az outlier-kijelölés küszöbértékét 10-ben határoztam meg, így az elemzésekben használt egyedek terjedelmét a tőkeáttétel mutató alapján a következő határok jelölik ki:

$$[Q_1 - 10 \times IQR; Q_3 + 10 \times IQR] = [-10,616; 11,707]$$

Ezek alapján a teljes mintából ($n = 273\,739$) az egyedek 5,45%-a került ki, mint outlier ($n_{outlier} = 14\,908$), így **a vizsgált minta elemszáma $n = 258\,831$** . Megjegyzendő, hogy még így is egy rendkívül csúcsos eloszlást kaptam. Ezt mutatja az alábbi hisztogram (11. ábra), ahol jól látható, hogy a $[-1; -0,4]$ intervallumban a vállalatok töredéke esik (0,125%), míg a vállalatok legnagyobb része a $[0,0; 0,4]$ intervallumban helyezkedik el (108 735 db, 42%). Megfigyeltem, hogy a tőkeáttétel értékének növekedésével folyamatosan csökken az adott intervallumba tartozó vállalkozások száma. Mindebből azt a következtetést vontam le, hogy a vállalkozások jelentős része a saját tőkét preferálja az idegen tőkével szemben.



Az előzőekben ismertetett szűréseket követően sem változott jelentősen a vizsgált minta összetétele, amelynek méret és nemzetgazdasági ág szerinti összetételét foglalja össze a 2. táblázat.

2. táblázat: A vizsgált minta összetétele méret és tevékenységi kör alapján

	Méret								összesen		alapsokasági arányok
	mikro		kis		közép		nagy				
	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%	%
A	6519	2,8	1163	5,6	238	6,0	99	3,9	8019	3,1	4,2
B	301	0,1	59	0,3	14	0,4	3	0,1	377	0,1	0,1
C	17003	7,3	4069	19,5	1446	36,5	461	18,1	22979	8,9	6,8
D	1176	0,5	54	0,3	28	0,7	89	3,5	1347	0,5	0,1
E	787	0,3	143	0,7	36	0,9	104	4,1	1070	0,4	0,2
F	22492	9,7	2730	13,1	244	6,2	199	7,8	25665	9,9	9,3
G	54169	23,4	4987	23,9	696	17,6	346	13,6	60198	23,3	17,6
H	7821	3,4	1263	6,1	255	6,4	120	4,7	9459	3,7	3,8
I	10967	4,7	1568	7,5	172	4,3	96	3,8	12803	4,9	4,0
J	13067	5,6	783	3,8	127	3,2	144	5,6	14121	5,5	5,6
K	6217	2,7	206	1,0	55	1,4	84	3,3	6562	2,5	3,0
L	23509	10,2	739	3,5	64	1,6	203	8,0	24515	9,5	4,5
M	37018	16,0	1313	6,3	181	4,6	244	9,6	38756	15,0	16,9
N	12138	5,2	1024	4,9	321	8,1	190	7,5	13673	5,3	5,5
P	3588	1,6	108	0,5	6	0,2	18	0,7	3720	1,4	4,3
Q	7020	3,0	287	1,4	30	0,8	33	1,3	7370	2,8	4,6
R	3966	1,7	181	0,9	23	0,6	71	2,8	4241	1,6	3,0
S	3704	1,6	181	0,9	26	0,7	45	1,8	3956	1,5	6,4
összesen	231462	100	20858	100	3962	100	2549	100	258831	100	100

Forrás: Saját szerkesztés a vizsgált adatbázis alapján.

Valamennyi elemzésemnél alkalmazott méret, lokalizáció és tevékenységi kör szerinti csoportosítást az alábbiak szerint végeztem:

- **Méret szerinti** csoportosítás: a vállalkozások méret szerinti csoportosítását alapvetően két módon végeztem. Egyrészt *a kis- és középvállalkozásokról, fejlődésük támogatásáról szóló 2004. évi XXXIV. törvény (kkv törvény) alapján 4 csoportot különböztettem meg*, a mikro-, kis- és középvállalkozásokat, valamint az ezekbe a kategóriákba nem sorolható, jellemzően nagyvállalatokat. A „jellemzően” kifejezés használatát indokolja, hogy ebbe a csoportba tartoznak azok a vállalkozások is, amelyek a foglalkoztatottjainak száma és árbevételük vagy mérlegfőösszegük alapján megfelelnek a kkv besorolás kritériumainak, de az állam vagy az önkormányzat közvetlen vagy közvetett tulajdonosi részesedése – tőke vagy szavazati jog alapján – külön-külön vagy együttesen meghaladja a 25 százalékot.

Másrészt korábbi kutatásaim és a szakirodalmi feldolgozás során szerzett tapasztalataim figyelembe vételével, az összefüggés vizsgálatoknál az előbbi csoportok mellett a **vállalkozás vagyona (mérlegfőösszege)** alapján képzett decilisek, esetenként **az árbevétel nagysága alapján** határoztam meg a vállalkozások méretét.

- **Lokalizáció szerinti** kategorizálás: A vállalkozások tőkeszerkezetének sajátosságait területi elhelyezkedésük alapján is vizsgáltam. A NAV által szolgáltatott (összesített) adatok igazgatósági (megyei) bontásban álltak rendelkezésemre, így a nagyrészt magas adóteljesítményük, ebből kifolyólag egyéb pénzügyi mutatóik miatt is „speciális”, a Kiemelt Adó- és Vámigazgatóság (a továbbiakban: KAVIG) hatás, - és illetékességi körébe tartozó adóalanyok egy csoportba tömörültek. Az ebből adódó – előzetes számításaimmal alátámasztott – torzító hatás elkerülése érdekében a régiók (Dél-Dunántúl, Dél-Alföld, Közép-Dunántúl, Észak-Magyarország, Észak-Alföld, Nyugat-Dunántúl és Közép-Magyarország) összehasonlításakor nem vettem figyelembe a KAVIG hatás- és illetékességi körébe tartozó vállalkozásokat, az összesített, országos adatok erre a körre is kiterjedtek, illetve esetenként külön egységként kezeltem ezt a vállalkozói kört.
- **Tevékenységi kör** szerinti rendszerezés: a dolgozat alap gondolatához igazodva, vagyis a különböző ágazatok tőkeszerkezetének és jövedelmezőségének összehasonlítása, a közöttük lévő hasonlóságok és különbségek feltárása érdekében elemzéseimet a 2. mellékletben részletezett TEÁOR főcsoportok szerinti bontásban végeztem, esetenként azok összevonásával a mezőgazdaság, ipar és a szolgáltató szektor szerinti megkülönböztetést alkalmaztam.

3.2. Az elemzések módszereinek leírása

Az adatbázis összetételének ismertetésére a **megoszlási viszonyszámokat** alkalmaztam, az eredmények szemléltetéséhez **diagramokat, táblázatokat** használtam.

Kutatásom alapvető célja, hogy a vizsgált minta alapján következtetéseket vonjak le az alapsokaságra vonatkozóan, amelyet a továbbiakban ismertetett **matematikai statisztika** módszerek tesznek lehetővé.

Az **1. és az 2. hipotézis**, vagyis a tökeszerkezetet befolyásoló tényezők hatásainak vizsgálatához **útmodellt** alkalmaztam, amely egymásra épülő regressziós modellek sorozata. A modell ok-okozati összefüggéseket tartalmaz, a benne szereplő változókat nyilak kötik össze, jelezve a kapcsolat irányát. A független és függő változók közötti Pearson-féle nulladrendű lineáris korrelációt bontja két additív részre. Az egyik rész az a hatás, amelyet a független változó közvetlenül fejt ki a végső függő változóra, a másik rész pedig az a hatás, melyet a független változó más, közbülső változókon keresztül gyakorol erre a változóra. Ehhez fel kellett építeni a regressziós kapcsolatokat, ki kellett számítani az utak erősségét, illetve szignifikanciáját, vagyis regressziószámítások strukturált sorozatát kellett elvégezni (Füstös et al., 2007; Székelyi- Barna, 2004).

Az elemzés első lépéseként feltáró jelleggel meghatároztam a vizsgált változók korrelációs együtthatójának (r) értékét a kapcsolat erősségének és irányának megállapítása érdekében.

A korrelációs számítás eredményei alapvetően 3 félék lehetnek: előfordulhat, hogy nincs kapcsolat a két változó között, illetve sztochasztikus (valószínűségi) és determinisztikus (függvényszerű) összefüggéseket mutathatók ki. Míg az első, valószínűségi kapcsolatnál az egyik változó értékének ismeretében következtethetünk a másik változó értékének valószínű alakulására, addig az utóbbi esetben az egyik változó értékének ismeretében egyértelműen meghatározhatjuk a másik változó értékét (Szűcs (Szerk.), 2004).

Az egyes modellek illeszkedését F -próbával teszteltem. Ez akkor fogadható el, ha a teszt szignifikanciaszintje kisebb, mint 0,05. Majd a modell magyarázóerejére utaló R^2 determinációs együttható kiszámítására került sor.

Ezt követően a vizsgálatba bevont független változók regressziós paramétereit (β) kellett értelmezni, amennyiben ezek szignifikánsan ($p < 0,05$) illeszkednek a modellre (Maddala, 2004), illetve a standardizált regressziós együtthatók (b) pedig lehetőséget nyújtanak a vizsgálatba bevont magyarázóváltozók magyarázóerejeinek közvetlen összehasonlítására is, függetlenül azok mérési szintjétől.

Disszertációmban csak azokat a független változókat vettem figyelembe, melyek szignifikánsak.

- Ha $\beta > 0$, akkor a magyarázó változó (x_i) és az eredményváltozó (Y) közötti összefüggés pozitív, azaz a magyarázó változó magas értéke növeli az eredményváltozó értékét.
- Ha $\beta < 0$, akkor a magyarázó változó (x_i) és az eredményváltozó (Y) közötti összefüggés negatív, azaz magyarázó változó magas értéke csökkenti az eredményváltozó értékét.

Az elemzést enter módszerrel végeztem, amely az összes független változót beveszi a modellbe, függetlenül attól, hogy a változó parciális magyarázó ereje szignifikáns-e. Ezt követően egyesével eliminálja a nem szignifikáns változókat (E. Szabó et al., 2010).

A **3. hipotézis** igazolásához az **egyutas varianciaanalízis** módszerét, a pontosabb eredmények érdekében a **Bonferroni-féle post-hoc tesztet**, illetve decilisek szerinti kategorizálást is alkalmaztam, valamint asszociációs szorosságot is számoltam.

Tekintettel arra, hogy a rendelkezésemre álló adatbázis múltbeli, az adott üzleti év utolsó napjára vonatkozó állományi, és csupán egy évre vonatkozó adatokat tartalmazott, így az időbeli változásokat, szezonális ingadozásokat nem tudtam kimutatni, de egyrészt az aggregált adatok elemzésénél megfigyelt – stagnáló állapotot tükröző – eredmények sem indokolják az időbeli elemzést, másrészt álláspontom szerint a tőkeszerkezeti és jövedelmezőségi mutatók esetében a szezonálisnak nincs szignifikáns szerepe.

A **varianciaanalízis (ANOVA – analysis of variance)** alapvetően a csoportok közötti és csoportokon belüli varianciák összehasonlítására szolgál, valamint lehetővé teszi a varianciák tényezőnkénti felbontását. Annak a tisztázását segíti, hogy a szórásbeli eltérések mögött a véletlen vagy egy másik magyarázó tényező hatása bújik-e meg. Ilyen tényezőnek tekinthető különböző csoportok átlagai közti eltérés. Tehát azt vizsgáljuk, hogy a minták középértékei közötti kezelés hatása okozta variancia nagyobb-e a mintavételezésből származó véletlen hatás okozta hibavariancia értékénél. A döntést F-próba eredménye alapján hozzuk meg. Akkor állapíthatjuk meg, hogy minták átlaga egyenlő, ha az $F_{emp} \leq F_{krit}$.

Mivel az egyutas varianciaanalízis (ANOVA) csupán a kategóriák szórásának (belső szórás) külső szórástól való szisztematikus eltérését vizsgálja, arról is meg kell győződni, hogy a kategóriák szórásai egymáshoz képesti eltérésének szisztematikus okai vannak-e, vagy csak a véletlen műve. Ehhez post-hoc (utólagos) tesztek elvégzése szükséges, amelyhez a Bonferroni-tesztet használtam, tekintettel arra, hogy a vizsgálati (kategorikus ismérv szerinti) csoportok elemszáma különböző, amire ez a teszt nem érzékeny.

Az összefüggésvizsgálathoz a vizsgált mutatók decilisek szerinti kategorizálása volt szükséges, mivel a mutatók szóródása extrém magas. A decilisek olyan speciális helyzetmutatók (kvantilisek), amelyek osztópontok segítségével a növekvő sorrendbe állított adatokat egyenlő

gyakoriságú, jelen esetben 10 osztályra bonthatják. A módszer alkalmazásának legnagyobb előnye, hogy így a kiugró értékekre (outlierekre) érzékeny elemzések is elvégezhetők, illetve közel egyenletes eloszlású változót tudunk létrehozni vele. A hipotézisről az előbbieken ismertetett módszerek szerinti elemzések után az asszociációs szorosságot mérő Phi mutató értéke alapján döntöttem. A Phi mutató értéke 0-1 közé esik, alkalmas 2x2-es vagy annál nagyobb kontingencia-táblákkal kifejezett két nominális vagy ordinális skálán mért ismerv szorosságának meghatározására is. Értéke akkor tekinthető szignifikánsan nullánál magasabbnak, ha $p < 0,05$.

A **4. hipotézis** teszteléséhez szintén a kvantilis szerinti osztályozást alkalmaztam, a vizsgált adatokat 100 egyenlő részre, vagyis percentilisekre osztottam a magas terjedelem (R) miatt. Az így kapott csoportok szóráshomogenitását a Levene-tesztel ellenőrzöm, amely abból a feltevésből indul ki, hogy a vizsgált populációk varianciája azonos, homogén. Ha az eredményül kapott p érték kisebb, mint 0,05, akkor valószínűsíthetjük, hogy az eltérő szórás nem magyarázható az azonos varianciájú populációkból vett minták véletlenszerűségével, vagyis a csoportok varianciái eltérnek. Végül grafikus úton történő ábrázolással ellenőriztem hipotézisemet.

Az **5. hipotézis** teszteléséhez első lépésként a **faktoranalízis** módszerét alkalmaztam, majd homogén csoportokat hoztam létre a **klaszteranalízis** módszerével, amelynek lényege, hogy a megfigyelési egységeket viszonylag homogén csoportokba rendezi az elemzésbe bevont változók alapján. A cél olyan csoportok létrehozása, amelyeknek tagjai valamilyen nézőpont (a vizsgálatba bevont ismérvek) alapján hasonlítanak csoporttársaikra és ugyanezen dimenzió mentén eltérnek a többi csoport elemeitől. A gyakorlatban a piackutatás területén alkalmazzák leginkább az eljárást, előzetes kutatások során kapott, illetve elméleti megfontolások alapján kiválasztott változók figyelembevételével. Mindezek alapján a klaszterezés alapvető feladata azoknak a változóknak a megtalálása, amelyek a csoportok közti eltérést eredményezik. Az elérni kívánt eredményeinket az eljárás másik oldaláról is megközelíthetjük, az úgynevezett feltáró kutatással, amely során a különböző változók alapján megvalósuló csoportok adatai között keressük az összefüggéseket (Sajtos- Mitev, 2007).

A **klaszteranalízis** során első lépésben a **two-step klasztereljárás**sal meghatároztam a klaszterek statisztikailag optimális számát (7db). Majd ezt követően **k-közép eljárás**sal (centroid módszerrel) határoztam meg 4 ismerv szerint a 7 klasztert. **Varianciaanalízis** segítségével igazoltam, hogy a klaszterek a 4 ismerv szerint eltérőek ($p < 0,05$). Keresztábra használatával az asszociációs kapcsolat szorosságának meghatározásával ellenőriztem, hogy az egyes klaszterek mutatnak-e valamilyen egyedi általános (méret, régió, tevékenységi kör) jellemzőt. Az összefüggés meglétére és az asszociációs szorosság mérésére a kutatói gyakorlatban leginkább elterjedt **Cramer-féle V mutatót** alkalmaztam, amely a táblázatban szereplő változók közötti asszociáció szorosságát méri 0 és 1 közötti skálán, ahol a 0 nem jelent asszociációt, 1 pedig teljes asszociációt jelent (Saunders et al., 2016). Az összefüggés akkor szignifikáns, ha a teszt szignifikanciaszintje kisebb, mint 5 % ($p < 0,05$).

A kutatói gyakorlatban a klaszterezési eljárást gyakran kötik össze a faktoranalízissel, amely az előre meghatározott változócsoporthoz dimenziószámának csökkentésére irányul, oly módon, hogy az egymással korreláló változókat egy faktorba tömöríti. Így egy transzformált, alacsonyabb dimenziószámú térben végezzük a statisztikai elemzést úgy, hogy ne veszítsünk el lényeges információkat. Az, hogy az eredeti változók milyen súlyokkal vesznek részt a közös faktor varianciájának magyarázatában, lehetőséget ad arra, hogy a komponensek közötti rejtett kapcsolatokat felfedezzük. Minél nagyobb a mintanagyság, annál megbízhatóbb faktorokat eredményez az elemzés. A módszer alkalmazhatóságának különböző feltételei vannak, amelyeket a következő tesztekkel ellenőrizhetünk:

- A KMO (Kaiser-Meyer-Olkin) teszt a változók korrelációmátrixának elemzését végzi el és az átlagos korreláció mértékére utal. A faktoranalízis akkor végezhető el, ha a teszt értéke 0,6 feletti.
- A Bartlett-féle szférikus próba azt vizsgálja, hogy a korrelációs mátrixnak a főátlón kívüli elemei csak a véletlen miatt térnek-e el a nullától.

A faktorok optimális számának meghatározására három kritériumot használtam, egyrészt a priori kritériumokat, másrészt a Kaiser kritériumot, mely a sajátérték nagyságát veszi alapul, illetve a varianciahányad-módszer. Alapesetben annyi faktort fogadok el, amennyinek a sajátértéke nagyobb, mint 1, illetve azt a pontot keresem, ahol az összes magyarázott variancia eléri a 60%-ot a faktorok interpretálásában (Freedman et al., 2005). A faktorelemzést főkomponens módszerrel, Kaiser normalizálással hajtottam végre. Az előállított faktorokat az ortogonális transzformációs eljárások közül varimax módszerrel rotáltam. Egy mért változót akkor fogadom egy faktor tagjaként, ha

- a faktorsúlya az adott faktoron belül meghaladja a 0,5-öt (abszolút értékben),
- vagy akkor is elfogadható, ha nem haladja meg a 0,5 értéket, de legalább kétszer akkora a súlya, mint a második legnagyobb faktorsúllyal rendelkező mért változónak (Freedman et al., 2005).

A csoportképzés után a **Pearson-féle korrelációs együttható** értéke alapján határoztam meg a tőkeszerkezeti valamint jövedelmezőségi mutatók közötti kapcsolat erősségét és irányát.

A **6. hipotézis** teszteléséhez továbbra is a kvantilisek, azon belül a decilisek szerinti kategorizálást és a Phi mutatót alkalmaztam.

A **7. hipotézist** pedig percentilisek mentén történő kategorizálás, illetve a grafikus ábrázolás segítségével vizsgáltam.

A statisztikai elemzések végrehajtásához a Microsoft Excel 2016, valamint az SPSS 24.0 programokat használtam.

3. táblázat: A hipotézisek teszteléséhez használt módszerek összefoglalása

Hipotézisek	Módszerek
<i>H1: A hazai és nemzetközi szakirodalmakból ismert endogén és exogén befolyásoló tényezők nem egyforma mértékben magyarázzák az eladósodottságot, azon belül néhány kiemelt tényező szerepe meghatározó.</i>	Útmodell
<i>H2: A nemzetközi tapasztalatokhoz hasonlóan, a hazai vállalkozások tekintetében is érvényesül, hogy az exogén tényezőkkel szemben az endogén, közvetlen hatást gyakorló tényezők magyarázzák jobban az eladósodottságot.</i>	Útmodell
<i>H3: A méret, tevékenység és területi elhelyezkedés alapján létrehozott vállalatcsoportok tőkestruktúrájában szignifikáns különbségeket figyelhetünk meg, ahogy a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti kapcsolat erőssége is függ a vállalkozás méretétől, tevékenységi körétől és területi elhelyezkedésétől.</i>	ANOVA, Bonferroni-féle post-hoc teszt Decilisek szerinti kategorizálás, Phi mutató
<i>H4: A pénzügyi tőkeáttétel növekedésével párhuzamosan a saját tőke arányos nyereség (ROE) mutató értékének szórása megnő (az üzleti kockázat és a pénzügyi tőkeáttételből adódó pénzügyi kockázat növekedése miatt).</i>	Percentilisek szerinti kategorizálás, Levene-teszt, grafikus ábrázolás
<i>H5: A vállalkozások teljesítményét és tőkeszerkezetét tükröző mutatószámok alapján homogén vállalati klaszterek hozhatók létre, és ezeken a klasztereken belül a tőkeszerkezet és jövedelmezőség közötti kapcsolat erőssége, illetve iránya eltérő.</i>	Faktoranalízis, Klaszteranalízis, ANOVA, Cramer-féle V mutató, Pearson-féle korreláció

<p>H6: <i>A banki finanszírozásnak leginkább kitett és a tőkeerős vállalkozások saját tőke arányos jövedelmezősége (ROE) jelentősen eltér, amely eltérés tevékenységi körönként különböző.</i></p>	<p>Decilisek szerinti kategorizálás, Phi mutató</p>
<p>H7: <i>Létezik egy olyan tőkeáttételi pont, illetve eladósodottsági szint, amely felett nagy valószínűséggel a vállalkozások veszteségessége állapítható meg. Ez a tőkeáttételi pont, valamint eladósodottsági szint ágazonként és méretkategóriánként különböző.</i></p>	<p>Percentilisek szerinti kategorizálás, grafikus ábrázolás</p>

Forrás: Saját szerkesztés.

Az elemzések során vizsgált mutatószámok kiszámításának módját a 3. melléklet tartalmazza.

4. EREDMÉNYEK

A fejezetben a tőkeszerkezet, valamint az azzal összefüggő valamennyi tényező változásainak elemzését, a korábban felállított hipotéziseim mentén végzett empirikus kutatásom eredményeit ismertettem.

4.1. A hazai vállalkozások tőkehelyzetének, tőkeszerkezetének és jövedelmezőségének elemzése aggregált adatok alapján

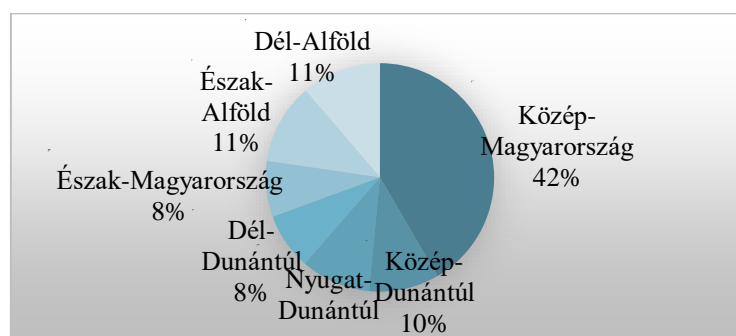
Az alfejezetben – esetenként nemzetközi összehasonlításban is – áttekintettem a hazai vállalati szektor összetételét, finanszírozásával (hitelszerkezetével), eszköz- és tőkeszerkezetével összefüggő jellemzőit, jövedelmezőségének alakulását.

4.1.1. A magyar vállalati szektor szerkezetének, gazdasági teljesítményének jellemzői

Hazánkban az elmúlt közel két évtizedben eltérő intenzitású csökkenő és növekvő periódusok után, összességében 23%-os bővülés érhető tetten a vállalkozások számát tekintve, így 2017-ben rekord számú (717 357 db) vállalkozás működött Magyarországon.

Megállapítottam, hogy a hazai vállalkozások méretkategória szerinti összetételében az évek során számottevő változás nem történt, hasonlóan az Európai Unió tagállamaiban megfigyelhető értékekhez, a kis- és középvállalkozások dominanciája jellemző, a teljes vállalkozási szektorban működő vállalkozások több, mint 95 %-a a kkv-k csoportjába tartozik.

Térszerkezetüket illetően nagyfokú koncentrációt figyeltem meg. Amíg a Közép-Magyarország Régióban található a vállalkozások 42 %-a, addig a többi régióban körülbelül negyed ekkora volumenben, közel azonos arányban (8-11%) oszlik el a működő vállalkozások száma (12. ábra). Ezen túl elmondható, hogy a nagyvállalatok általában Budapesten és a nagyobb városokban működnek, míg a mikro- és középvállalkozások a vidéki városok és falvak nélkülözhetetlen szereplői (Dupcsák el al., 2019).



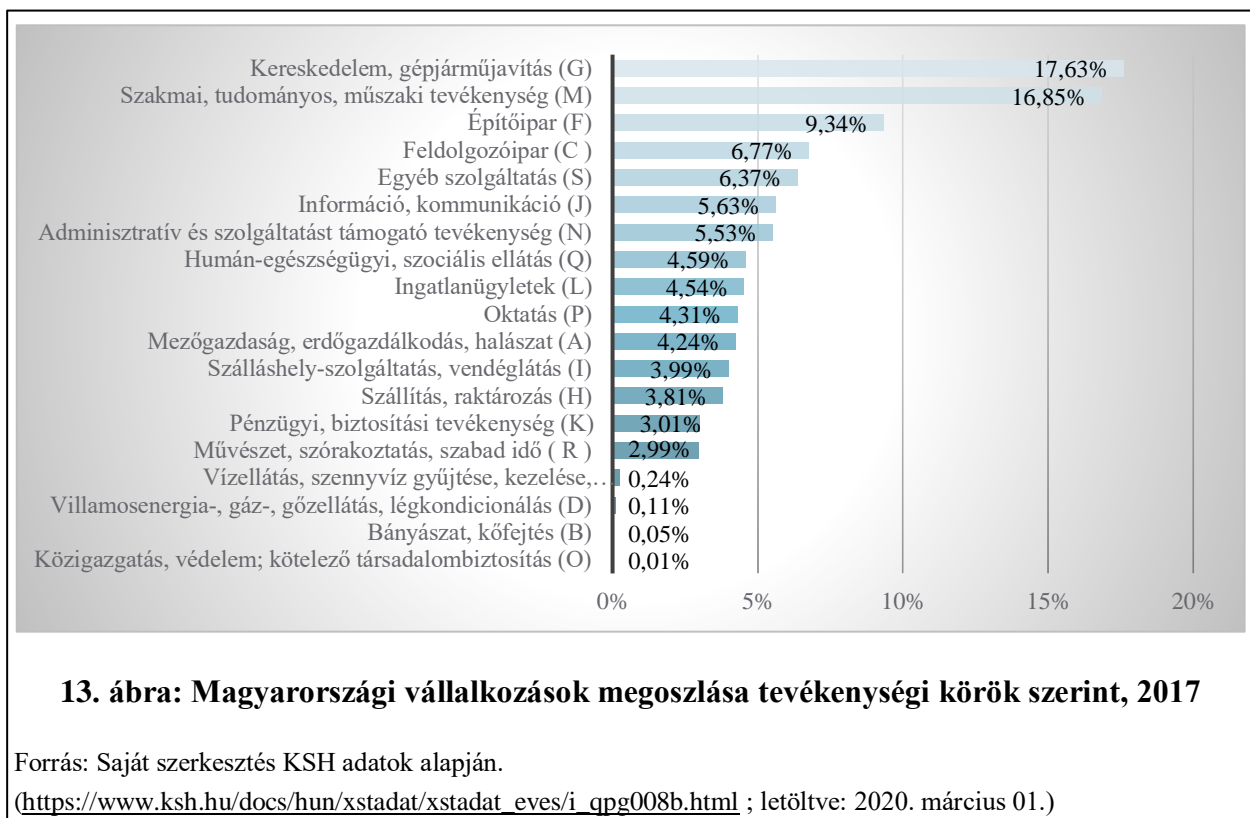
12. ábra: Magyarországi vállalkozások megoszlása területi elhelyezkedés alapján, 2017

Forrás: Saját szerkesztés KSH adatok alapján.

(https://www.ksh.hu/docs/hun/xstadat/xstadat_eves/i_qvd004b.html ; letöltve: 2019. december 23.)

A regionális különbségek nem csak a gazdálkodó szervezetek számához köthetők. Magyarország régióinak gazdasági helyzete, fejlődése között is érzékelhető különbségek vannak, amelyek még a globálisan működő transznacionális vállalatok működése szempontjából is lényegesek. Különösen egyértelmű ez a helyi vállalkozások és munkahelyek többségét adó kkv-k szemszögéből (Taralik – Baranyi, 2014). Az elmúlt 10 év átlaga alapján elmondható, hogy a bruttó hazai termék (GDP) közel fele, a nemzetgazdasági beruházások csaknem 40 %-a, a foglalkoztatottak harmada a Közép-Magyarország Régióban koncentrálódik.¹¹ Emellett azt mondhatjuk, hogy a nyugati országrész fejlettebb a keleti területekhez képest, illetve beszélhetünk észak és dél megosztottságról is (Tóth, 2016).

A 13. ábra TEÁOR főcsoportok alapján mutatja be a hazai vállalati szektor felépítését. Látható, hogy kiemelkedő arányban végeznek kereskedelmi, gépjárműjavítási (G), illetve szakmai, tudományos és műszaki tevékenységet (M) a magyarországi vállalkozások. Ezeket követően, valamennyivel több, mint fele arányban a harmadik legnagyobb ágazatot az építőipari (F) vállalkozások képviselik. Elmondható, hogy a 3 legnagyobb tevékenységi szektor lefedi a teljes vállalati szektor közel 44 %-át, míg a 4 legkisebb szektor vállalkozásainak együttes aránya nem éri el az 1 %-ot, tehát e tekintetben egyféle tevékenységi koncentráció figyelhető meg.



¹¹ KSH adatbázisok alapján. (http://www.ksh.hu/docs/hun/xstadat/xstadat_eves/i_qpt012c.html ; http://www.ksh.hu/docs/hun/xstadat/xstadat_eves/i_qb003f.html ; http://www.ksh.hu/docs/hun/xstadat/xstadat_eves/i_qlf021b.html ; letöltve: 2019. december 23.)

A vállalkozások tevékenységi kör szerinti szerkezetének kapcsán sem tapasztalható nagymértékű átalakulás, azonban közel másfél évtized alatt (2003-tól 2017-ig) a szakmai, tudományos, műszaki tevékenységgel (M) foglalkozó vállalkozások száma szinte a másfélszeresére gyarapodott, ezzel az összes vállalkozáson belüli részarányuk 5,2 százalékponttal nőtt. Ugyanezen időszak alatt a kereskedelem és gépjárműjavítás (G) részaránya 4,3 százalékponttal csökkent.

Ennek okán a két legnagyobb szektor egymáshoz viszonyított aránya jelentősen megváltozott, a korábbi 1:2 arány helyett nem egészen 1 százalékpont a kettő közötti különbség. Ezzel egy időben a K+F beruházások értéke a három és félszeresére nőtt. Mindebből azt a következtetést vontam le, hogy az innováció (beleértve az adminisztrációs terhek csökkentését) erőteljes növekedésnek indult, rövid időn belül akár a magyar gazdaság legnagyobb ágazatává válhat. Emellett szól az a megállapítás is, hogy a szakmai, tudományos, műszaki tevékenységgel foglalkozó vállalkozások bruttó hozzáadott értékhez való hozzájárulása több mint a kétszeresére nőtt a 20 évvel ezelőtti értéknek. Mindennek magyarázatául kiemelendő az a tény, hogy az Európai Unió 2020-ra kitűzött céljai között szerepelt a kutatásra és fejlesztésre fordított beruházások mértékének az uniós GDP 3%-ára történő emelése, amely a támogatások elosztásának átalakítását, a K+F tevékenység kiemelt szubvencióját is eredményezte.

4.1.2. A magyarországi vállalkozások eszköz- és tőkeszerkezetének elemzése

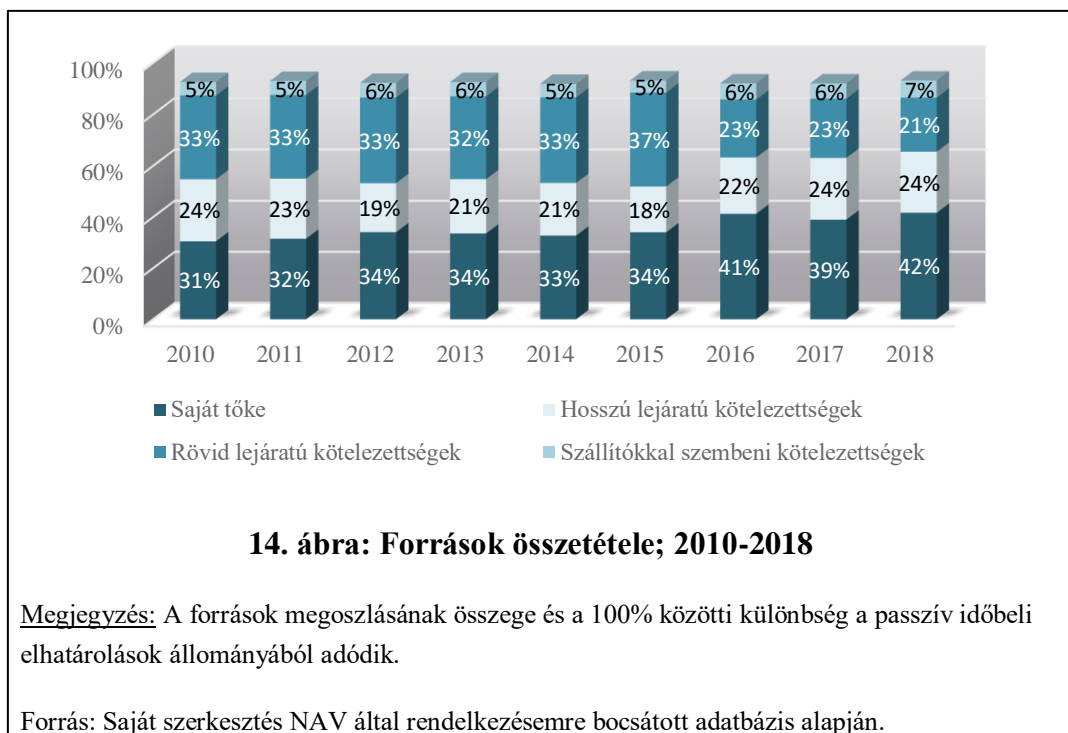
A hazai, társasági adó hatálya alá tartozó vállalkozások kötelezettségállománya 2010-től egészen 2015-ig 60 százalék körül mozgott és azon belül nagyobb részt képviseltek a rövid lejáratú kötelezettségek¹². Ezzel szemben 2016-ban közel 10 százalékos csökkenés figyelhető meg a teljes kötelezettségállomány tekintetében, és a lejárat szerinti megoszlás is változott. A korábbi, megközelítőleg 2:1 arány helyett csaknem fele-fele arányban vettek igénybe rövid, valamint hosszú lejáratú külső forrásokat a vállalkozások (14. ábra).

Ennek különböző okai és hatásai is lehetnek. Ezek közül kiemelném a korábbi szigorú hitelezési feltételekben bekövetkezett enyhülést, a rövid lejáratú kötelezettségek csökkenését, amely a likviditási problémák mérséklődésére is visszavezethető, valamint az önfinanszírozó képesség javulását, ezáltal a kockázatok csökkenését, ami viszont pozitívan hat a hitelképességre, így ebből a megközelítésből is megalapozott a hosszú lejáratú külső források arányának növekedése.

Ahogy a szakirodalmi áttekintésben is említettem, egyes felfogások szerint csupán a hosszú lejáratra kapott idegen források tartoznak a vállalkozások tőkeszerkezetéhez. E tekintetben viszont éppen ellenkező trend figyelhető meg a hazai vállalkozások tőkeszerkezetében. A grafikonon 2015-től egyértelműen látható a hosszú lejáratú kötelezettségek és a saját tőke arányának növekvő

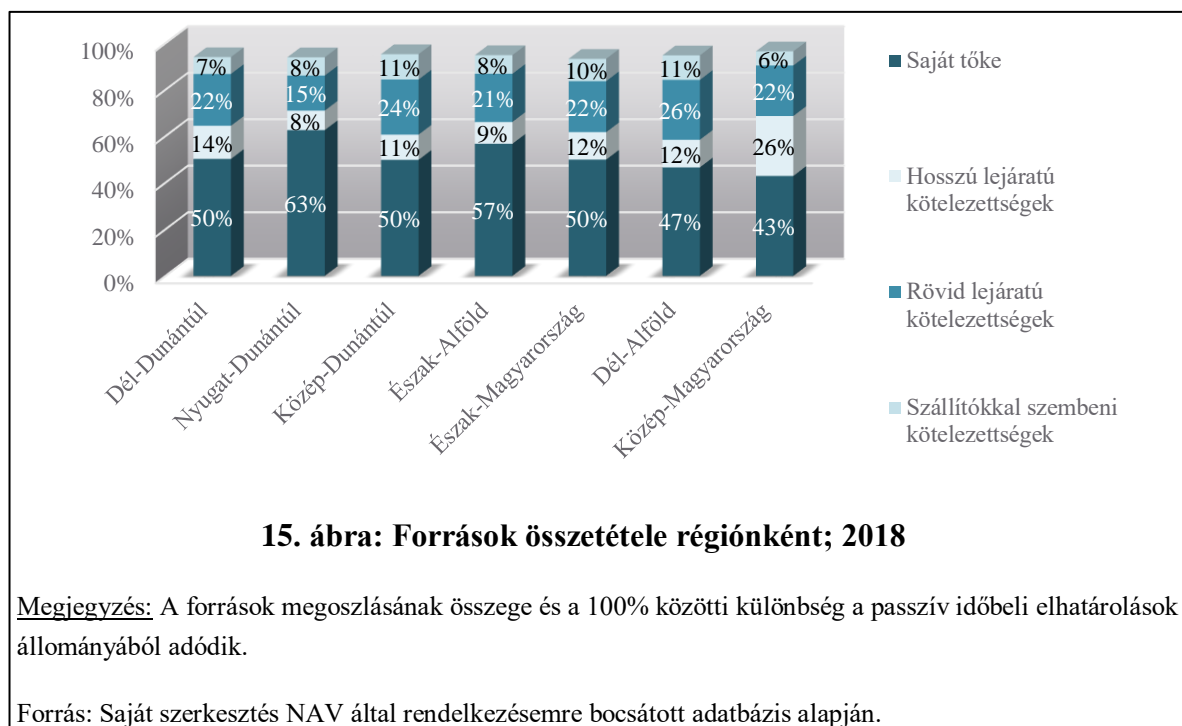
¹² Az alfejezetben, a források összetételének vizsgálatakor a rövid lejáratú kötelezettségeket szállítóállomány nélkül értem, az utóbbiakat külön kategóriaként kezelem.

trendje. A hazai vállalkozások saját tőkéjének aránya 2010 és 2018 közötti közel 40 százalékkal nőtt. Ezzel egy időben a jegyzett tőke saját tőkén belüli aránya háromnegyedére csökkent, annak ellenére, hogy ebben az időszakban (2017. március 15-ig) azoknak a korlátolt felelősségű társaságoknak, amelyeknek törzstőkéje nem érte el a három millió forintot, tőkeemelést kellett végrehajtaniuk. Mindebből levonható az a következtetés, hogy a vállalkozások önfinanszírozó képessége jelentősen javult.



A szállítói hitelek aránya minimális változásokat mutat, de alátámasztja Havran és szerzőtársainak (2017) megállapítását, amely szerint a rövid lejáratú hitelek és a szállítótartozás között kiegészítő hatás áll fenn.

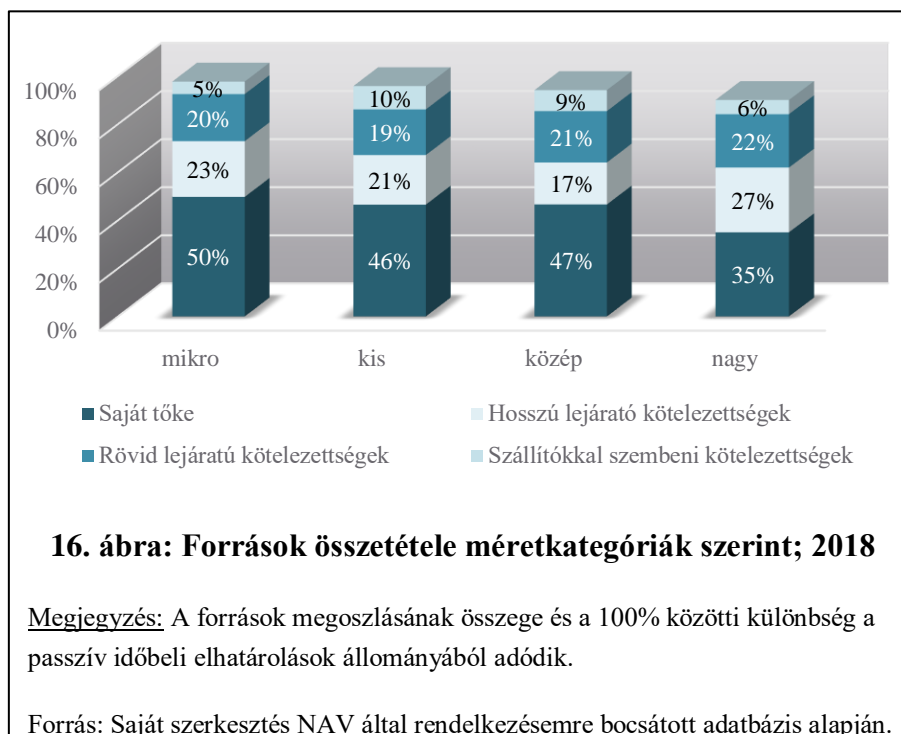
Régió szerinti bontásban (15. ábra) megállapítottam, hogy 2018-ban a Közép- Magyarország Régióban a többi régióhoz képest valamennyivel magasabb, 60 % körüli értéket képviseltek a külső források a vállalkozások tőkeszerkezetében, azon belül a rövid és a hosszú lejáratú források részaránya közel azonos. Ezzel szemben a Nyugat- Dunántúl Régióban éppen fordított a helyzet, a kötelezettségek aránya alig érte el a 30%-ot és azon belül is a rövid lejáratra kapott források dominálnak, hasonlóan a többi régióban megfigyelt megoszláshoz. Ugyanezen adatok időbeli alakulását tekintve az előzőekhez hasonló tendencia írható le. (Erről részletes adatok a 4 - 7. mellékletekben találhatóak.)



Regionális összehasonlításban tovább vizsgálva a különböző tevékenységi körökhöz tartozó vállalkozások átlagos eladósodottsági szintjét, jelentős eltéréseket figyelhetünk meg valamennyi ágazat tekintetében (12 – 39. mellékletek). A leginkább volatilis ágazat a (K) Pénzügyi, biztosítási tevékenység. Megállapítható, hogy ebben az ágazatban a Dél-Dunántúl és a Dél-Alföld Régióban a vizsgált évek egészében magas volt a kötelezettségek aránya, rendre 75 % feletti, míg a Közép-Dunántúlon mindvégig 65 % alatt volt a kötelezettségek aránya, és sok esetben a 40 %-ot sem érte el. Ezen időszak tekintetében Közép-Magyarországon csökkenő, Nyugat-Dunántúlon pedig növekvő trendet figyelhetünk meg. Szintén figyelemre méltó különbségek láthatóak a (D) Villamosenergia-, gáz-, gőzellátás, légkondicionálás és a Vízellátás, szennyvízgyűjtés, hulladékgazdálkodás (E) ágazatokban. A legjobban és legkevésbé eladósodott régiók közötti eltérés esetenként meghaladja a 35 %-ot is.

Összehasonlítva az egyes méretkategóriákat (16. ábra), elmondható, hogy a külső források aránya a nagyvállalkozások körében a legmagasabb. A vizsgált évek közül valamennyiben őket követik a kisvállalkozások, majd évről évre változó sorrendben a mikro és középvállalkozások. Két méretkategória átlagos külső forrásainak aránya közötti legnagyobb különbség 2015-ben volt, amikor a nagyvállalatok kötelezettségeinek aránya 19 százalékponttal magasabb volt, mint a mikro vállalkozásoknál. Ezzel némileg megerősítést kap a vállalkozás mérete és a tőkeszerkezet közötti azon összefüggés, hogy kisebb társaikkal szemben a nagyvállalatok könnyebben hozzájutnak a külső forrásokhoz. Mindez 2018-ban már kevésbé volt megfigyelhető, a méret szerinti csoportok átlagos tőkeáttétele közötti eltérés csupán 7 százalékpontra zsugorodott.

Méret szerinti összehasonlításban észrevehető különbségek vannak a passzív időbeli elhatárolások tekintetében is. A mikro vállalkozásoknál ezen mérlegtétel aránya alacsony (2%), ami a méret növekedésével folyamatosan nő (nagyvállalatoknál 10%). További részletes adatok szintén a 4 - 7. mellékletekben láthatók.

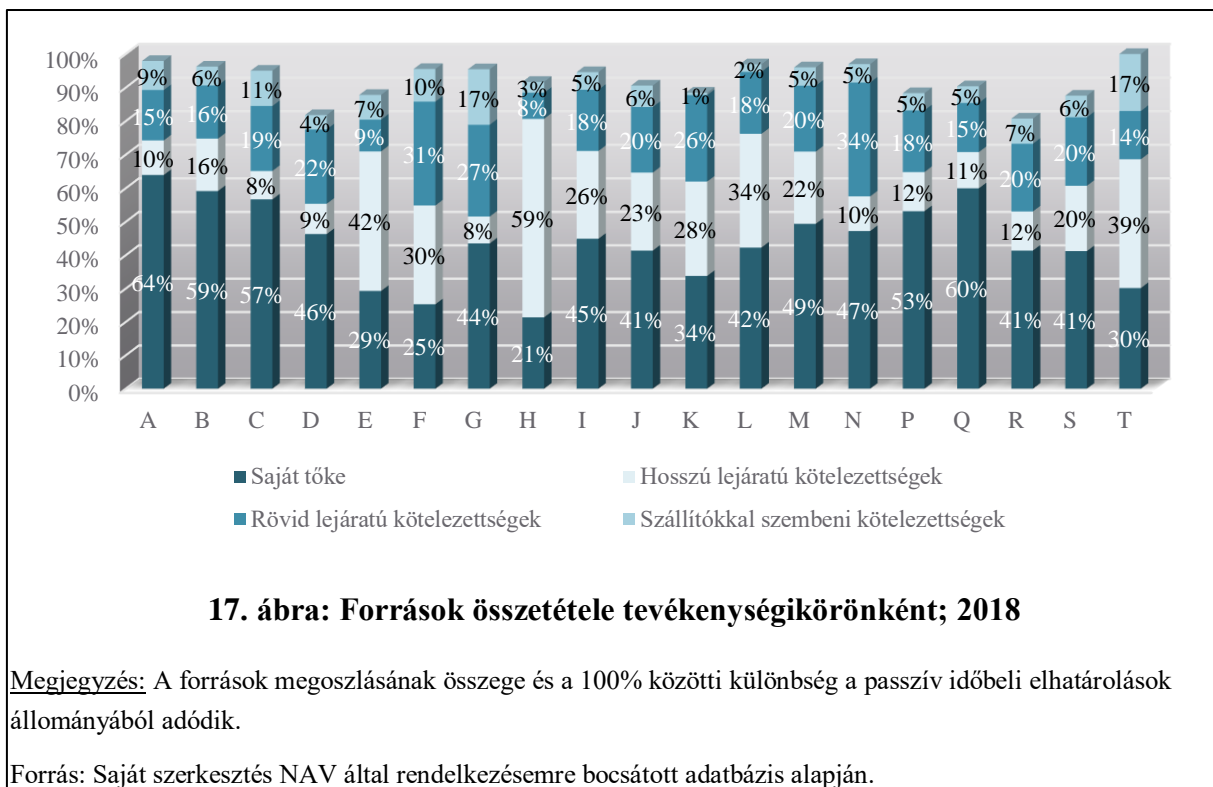


Az egyes tevékenységi körök külső forrásainak aránya és megoszlása között szembetűnő különbségek vannak¹³ (17. ábra). 2018-ban a legalacsonyabb arányú kötelezettségállomány a Humán-egészségügyi, szociális ellátó (Q) szektorra jellemző. Ezt követi a Mezőgazdaság (A), ahol az állami támogatásoknak szintén kiemelkedő szerepük van a finanszírozásban. Valamivel átlag alatti (30-40% közötti) a külső források aránya a Bányászat, kőfejtés (B), Feldolgozóipar (C), Villamosenergia-, gáz-, gőzellátás, légkondicionálás (D), Oktatás (P) és a Művészet, szórakoztatás, szabad idő (R) ágazatokban. Átlagos, 50 % körüli idegen tőke arány figyelhető meg a Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás (I), Információ, kommunikáció (J), Pénzügyi, biztosítási tevékenység (K), Ingatlanügyletek (L), a Szakmai, tudományos, műszaki tevékenység (M), Egyéb szolgáltatás (S) valamint az Adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység (N), Kereskedelem, gépjárműjavítás (G) ágazatokban. E két utolsónál kiemelendő a rövid lejáratú kötelezettségek magas aránya, amely a szektor jellegzetességeivel magyarázható. Kicsivel átlag feletti a kötelezettségállomány aránya a Vízellátás, szennyvízgyűjtés, hulladékgazdálkodás (E) területén működő vállalkozásoknál. A legmagasabb, az összes eszközön belül akár 70 %-ot is elérő

¹³ Megjegyzendő, hogy az egyes tevékenységi körök esetében a passzív időbeli elhatárolások állománya is meglehetősen változatos képet mutat.

arányt az Építőipari (F) és a Szállítási, raktározási (H) tevékenységet végző vállalkozások körében figyelhetünk meg. Amíg az első esetben a rövid és a hosszú lejáratú kötelezettségek aránya majdhogyan nem megegyező arányt képviselnek a kötelezettségállományon belül, addig a második esetben túlnyomórészt (kb. 1:6 arányban) hosszú távú külső finanszírozásban részesülnek a vállalkozások.

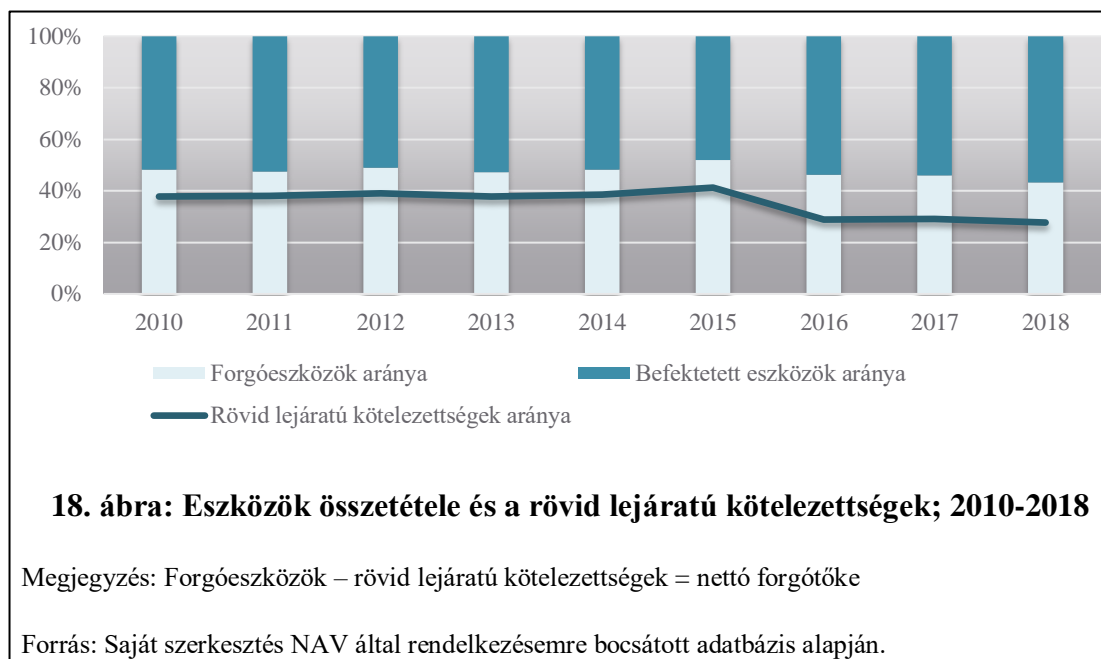
Véleményem szerint, mindez a szektor azon sajátosságához köthető, miszerint a logisztikai vállalkozások magas eszközkötéssel működnek (gondolok itt a gépekre, berendezésekre, járművekre, ingatlanokra), így ezeknek köszönhetően eleget tudnak tenni a hosszú lejáratú hitelek feltételeinek, illetve az illeszkedés elve szerint is ez a struktúra jelenti a fenntartható működés zálogát.



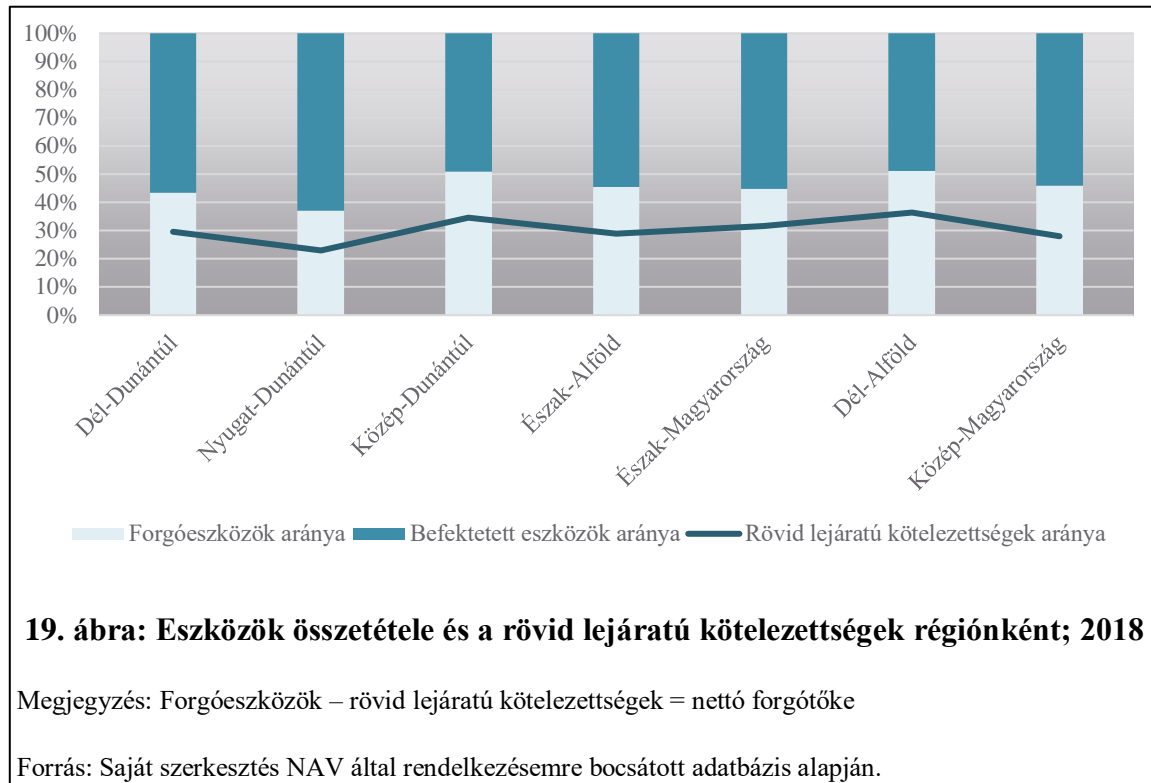
A tevékenységi szektorok tőkeszerkezetének időbeli alakulását vizsgálva (8 - 11. mellékletek) továbbra is elmondható a diverzitás, olyan mértékben, hogy az egyes ágazatokon belül is hangsúlyos változásokat figyelhetünk meg. A fentiekben részletezett, 2018-as állapotot tükröző megállapításokkal ellentétben, 2010-től 2016-ig a (K) Pénzügyi, biztosítási tevékenységet végző vállalkozások voltak a leginkább eladósodva. Tőkeszerkezetükben a külső források aránya kis híján elérte a 80 %-ot. A (Q) Humán-egészségügyi, szociális ellátás is csupán 2018-ban képviselte a legkevésbé eladósodott (29%) ágazatot. 2010-ben még 51 % volt az eladósodottsági rátája, és ezzel a középmezőnyben helyezkedett el az ágazatok között. Noha a kötelezettségek aránya nem mindig volt a legalacsonyabb a (D) Villamosenergia-, gáz-, gőzellátás, légkondicionálás ágazatban, az (M) Mezőgazdasághoz hasonlóan tartósan alacsony szinten, 40 % alatt volt.

Összefoglalva, a hazai, társasági adó hatálya alá tartozó, kettős könyvvitelt vezető vállalkozások tőkeszerkezetében szignifikáns változás nem történt 2010 és 2018 között. A különböző méretű vállalkozások kötelezettségállományának arányában alacsonyabb mértékű eltérések tapasztalhatók, ahogy a regionális elhelyezkedés szerinti csoportosítás is hasonlóan kicsi különbségeket eredményezett. Ezekkel ellentétben a tevékenységi körök alapján megkülönböztetett vállalkozások tőkeszerkezetében domináns különbségeket figyelhetünk meg, mind összességében, mind méret, mind regionális elhelyezkedés szerint részegységekre bontva. Mindebből arra következtethetünk, hogy a fő tevékenységi kör – különböző, finanszírozási kérdéseket is érintő tevékenység-specifikus tényezők tömörítése révén – nagymértékben befolyásolja a vállalkozások tőkeszerkezetének alakulását.

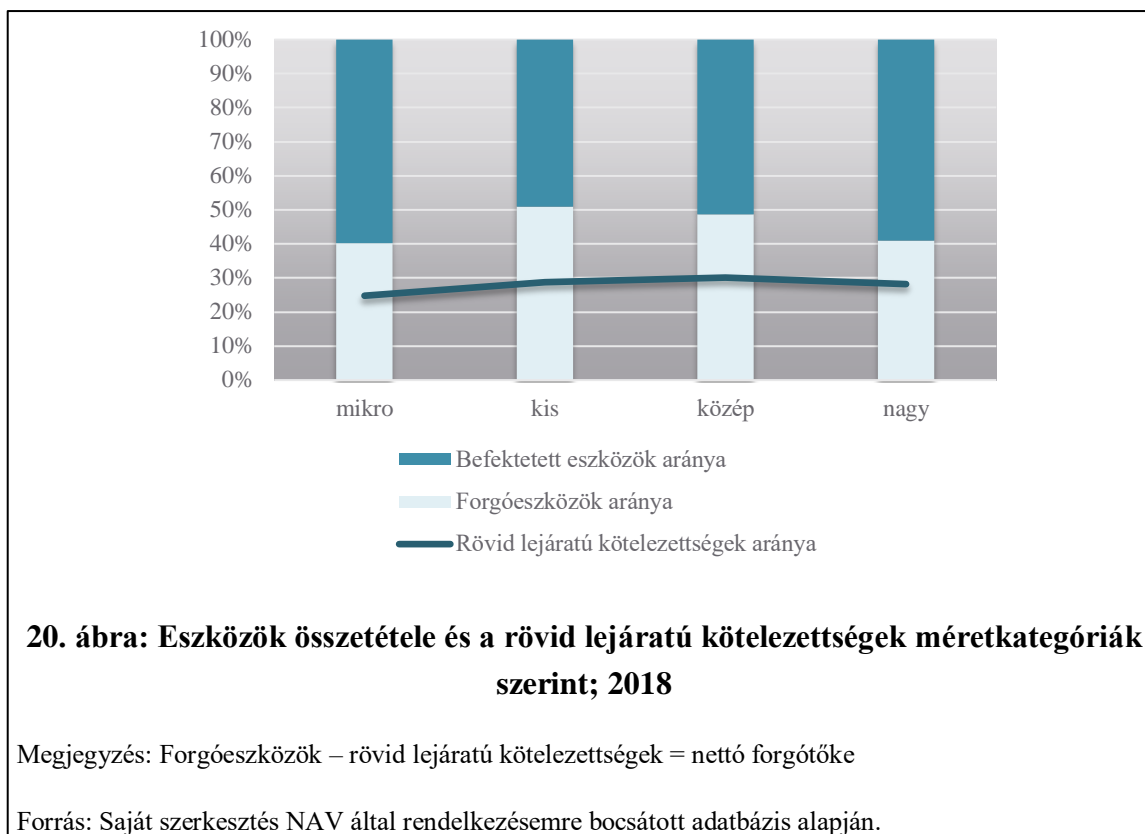
Ahogy a 2. fejezetben már szó volt róla, a forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek állományának különbsége adja a nettó forgótőkét, amely rámutat a vállalkozás finanszírozási stratégiájára. Tekintettel a tartós forgóeszközlektetésre vonatkozó adatok hiányára, csupán a nettó forgótőke negatív értéke esetén tudjuk egyértelműen meghatározni a vállalkozás – agresszív – finanszírozási stratégiáját, így a 2010 és 2018 közötti időszakra vonatkozóan azt a megállapítást tettem, hogy a nettó forgótőke a korábbi szinthez képest elmozdult pozitív irányba, amíg a forgóeszközök és a befektetett eszközök arányában számottevő fordulat nem történt, a rövid lejáratú kötelezettségek aránya viszont csökkent (18. ábra).



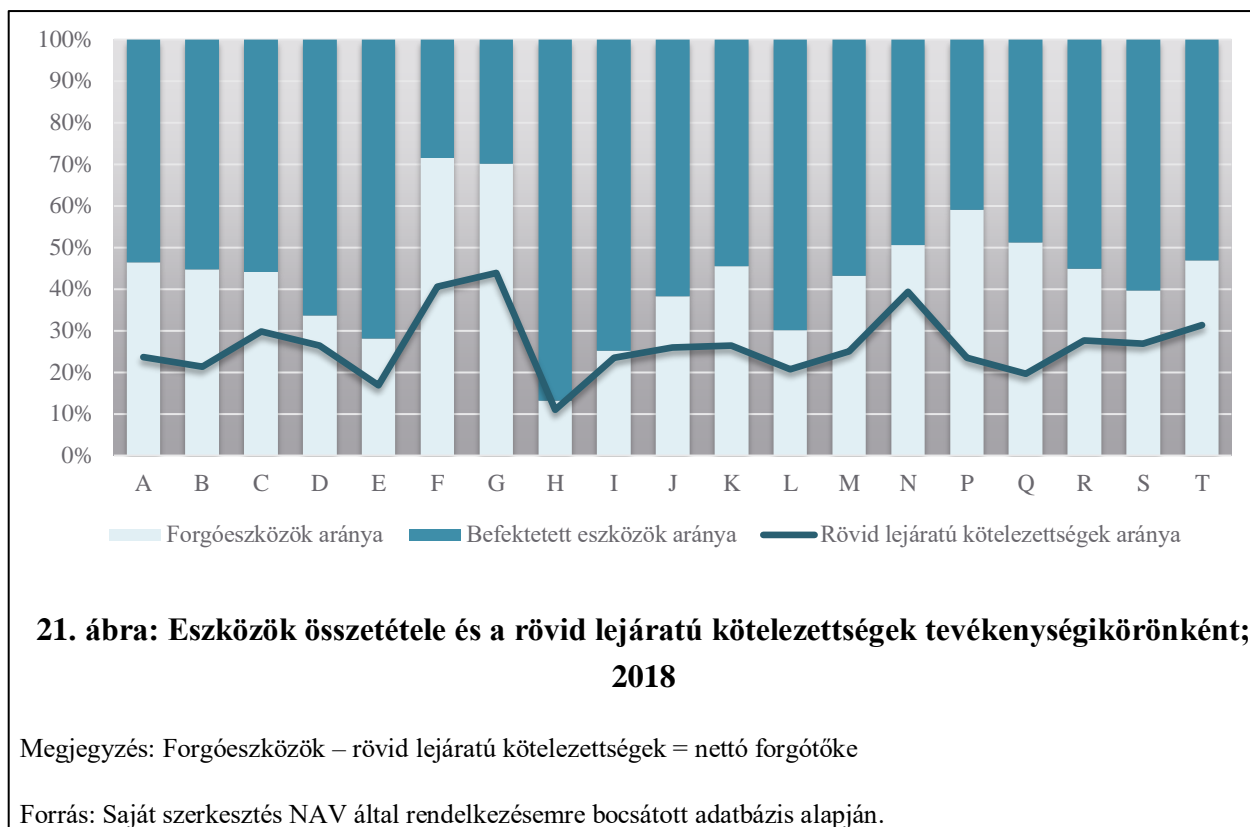
Regionális összehasonlításban a források összetételénél megfigyelt különbségek az eszközök struktúrájában is észrevehetőek (19. ábra). A forgóeszközök aránya a Nyugat-Dunántúl Régióban a legkisebb, amely a rövid lejáratú kötelezettségek legalacsonyabb arányával párosul, míg a forgóeszközök arányát tekintve élen járó régiókban a rövid lejáratú kötelezettségek aránya is magasabb. Az országos, idősoros adatokra vonatkozó megállapításokkal összhangban, régióként (a teljes időszak (2010-2018) vonatkozásában (40-46. mellékletek)) sem állapítható meg egyértelműen a vállalkozások finanszírozási stratégiája.



Méretkategóriák szerinti összehasonlításban (20. ábra) elmondható, hogy a kis- és középvállalkozások közel 10%-kal nagyobb arányban halmoznak fel forgóeszközöket a mikro vállalkozásokhoz és a nagyvállalatokhoz képest, hasonlóan a rövid lejáratú kötelezettségek arányához, így a nettó forgótőke továbbra is rendre pozitív.



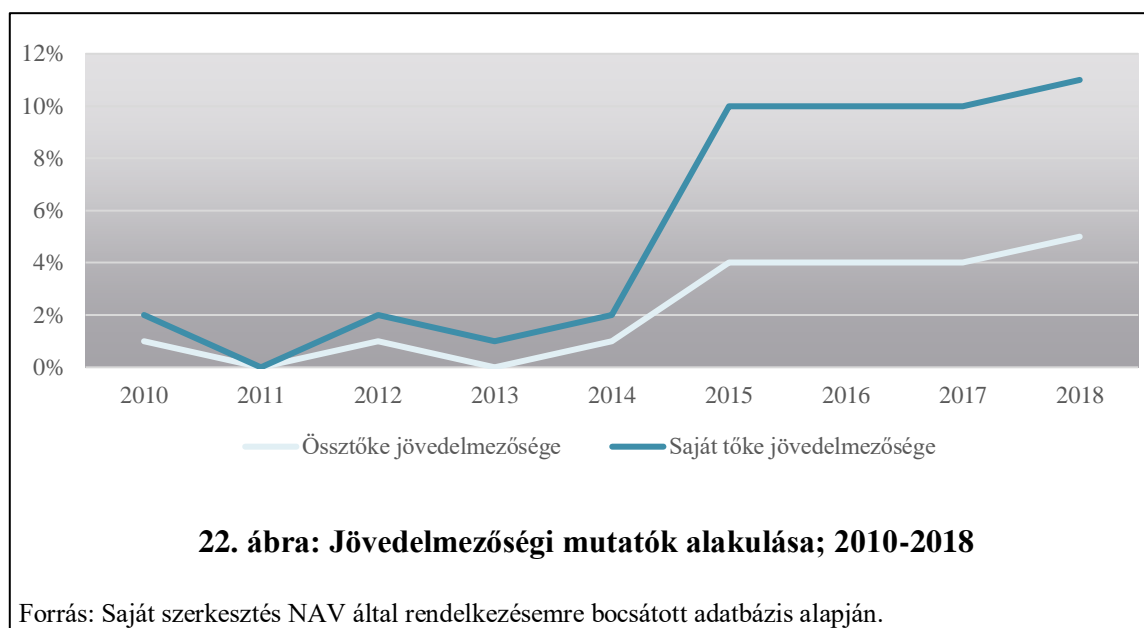
Tevékenységi körök alapján továbbra is pozitív értékek figyelhetők meg az átlagos nettó forgótőke értékének tekintetében, ugyanakkor a megfigyelési egységek közötti eltérések jóval változatosabb képet mutatnak (21. ábra). A legtöbb ágazatban 40-50 % körüli a forgóeszköz-arány a rövid lejáratú kötelezettségek aránya 20-30 % körül mozog (A, B, C, K, M, Q, R, S, T) vagy ezekhez közeli (J, P, N) eszközszerkezeti és nettó forgótőke arányok tapasztalhatók. Ezekből nagymértékben eltérő a helyzet az építőipari (F) és a kereskedelmi (G) tevékenységet végző vállalkozások esetében, amelyeknek forgóeszközállománya a teljes eszközállományon belül majdnem 70%, ezzel a többi ágazathoz viszonyítva is a legmagasabb. Ellenben a szállítás, raktározás (H) ágazattal, ahol a legalacsonyabb ez az érték. Ezt követik a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás (I), vízellátás, szennyvíz gyűjtése, kezelése, hulladékgazdálkodás, szennyeződésmentesítés (E), ingatlanügyletek (L) és a villamosenergia-, gáz-, gőzellátás, légkondicionálás (D) ágazatok. Amíg az utóbbi három esetben továbbra sem határozható meg egyértelműen az alkalmazott finanszírozási stratégia, addig az első két esetben alig haladja meg a forgóeszközök aránya a rövid lejáratú kötelezettségek arányát. Így tekintettel arra, hogy a tartós forgóeszköz-lekötés nagyságáról nem állnak rendelkezésemre adatok, de azok léte valószínűsíthető, **a szállítás, raktározás (H) és a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás (I) ágazatokban az agresszív stratégia alkalmazása feltételezhető.**



4.1.3. A hazai vállalkozások jövedelmezőségének vizsgálata

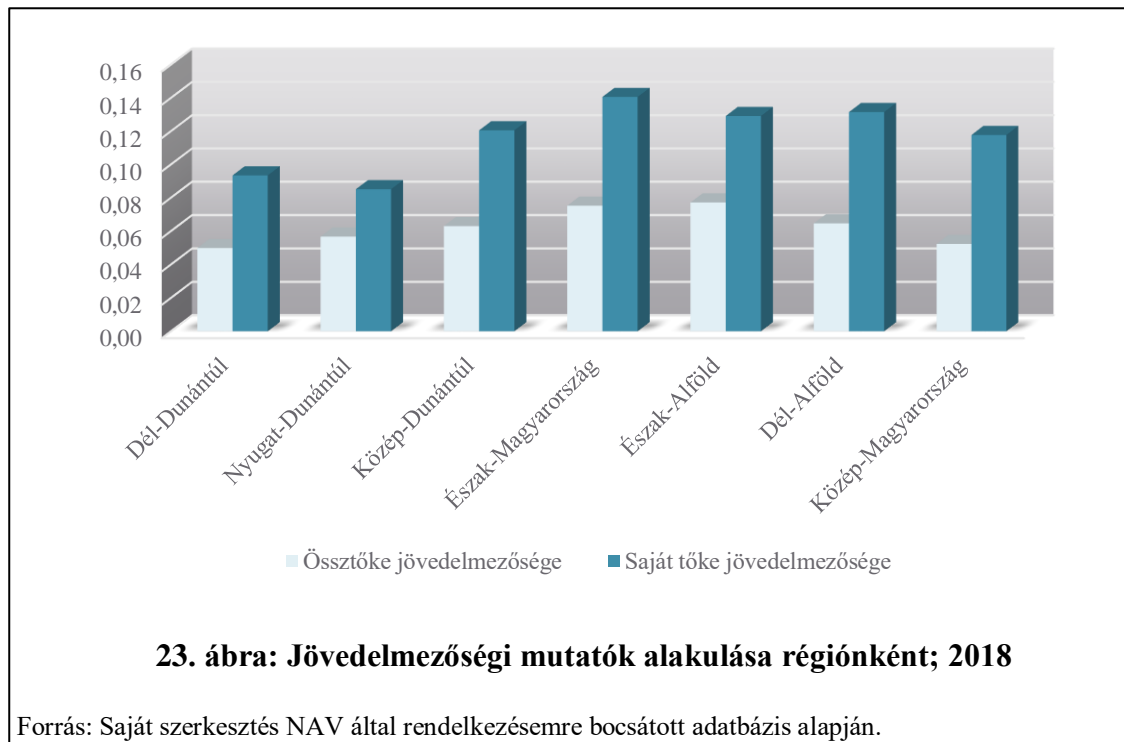
A vállalkozások jövedelmezőségének vizsgálata során az össztőke (vagyis az összes forrás, beleértve a saját tőkét és a kötelezettségeket) és a saját tőke jövedelmezőségének elemzésére fordítottam a hangsúlyt, amelyeknek kiszámítási módját a 3. melléklet tartalmazza.

Megállapítható, hogy növekvő trend jellemzi a vállalkozások átlagos saját és össztőkájének jövedelmezőségét (22. ábra).

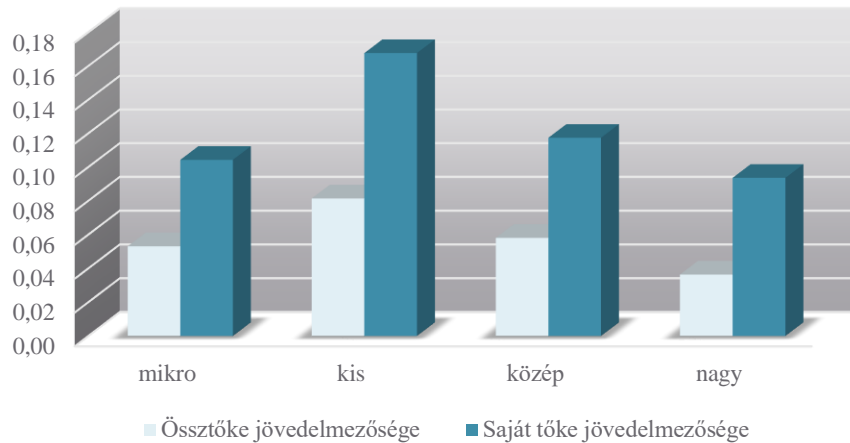


Látható továbbá, hogy az ösztőke jövedelmezőségét mindvégig meghaladta a saját tőke jövedelmezősége, ami azt jelenti, hogy a saját tőke hozama a vizsgált időszakban magasabb volt az idegen tőke költségénél, az egyes mutatók divergenciája pedig a saját tőke vizsgált időszakban történő növekedését fejezi ki.

Regionális bontásban is rendre meghaladja a saját tőke jövedelmezősége az ösztőke jövedelmezőségét (23. ábra), azonban a két jövedelmezőségi mutató egymáshoz viszonyított aránya régióként eltérő, ahogy azok mértéke is.



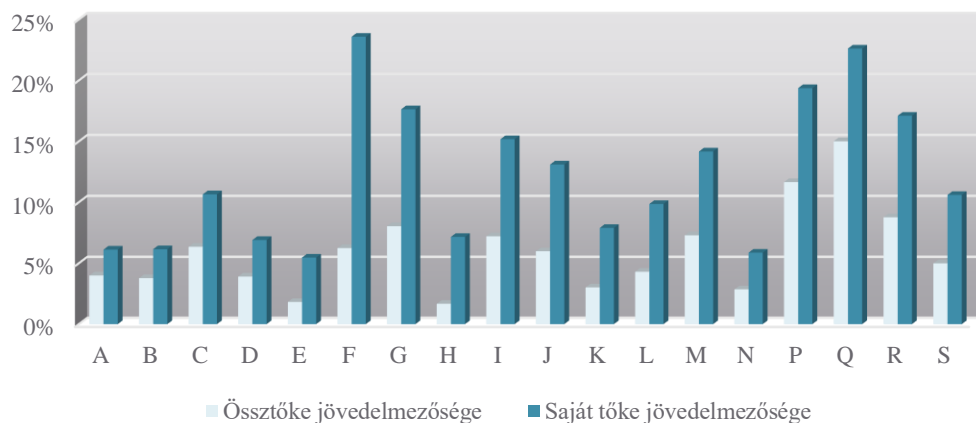
Méretkategóriák szerinti összehasonlításban (24. ábra) is hasonló viszonyokat figyelhetünk meg az ösztőke és a saját tőke jövedelmezősége tekintetében. Mindemellett érdemes megjegyezni, hogy a kisvállalkozásoknak mind a saját tőke, mind az ösztőke arányos jövedelmezősége közel kétszerese a nagyvállalatok ugyanezen mutatóinak, de a mikro- és középvállalkozások is felülmúlják a nagyvállalatok tőkearányos eredményességét.



24. ábra: Jövedelmezőségi mutatók alakulása méretkategóriák szerint; 2018

Forrás: Saját szerkesztés NAV által rendelkezésemre bocsátott adatbázis alapján.

Az egyes nemzetgazdasági ágak tőkearányos jövedelmezőségi mutatóit szemlélteti a 25. ábra. Láthatjuk, hogy a saját tőke jövedelmezősége itt is minden esetben meghaladja az összítőke jövedelmezőségét, a kettő közötti különbség és a mutatók értékei is ágazonként meglehetősen változók.



25. ábra: Jövedelmezőségi mutatók alakulása tevékenységikörönként; 2018

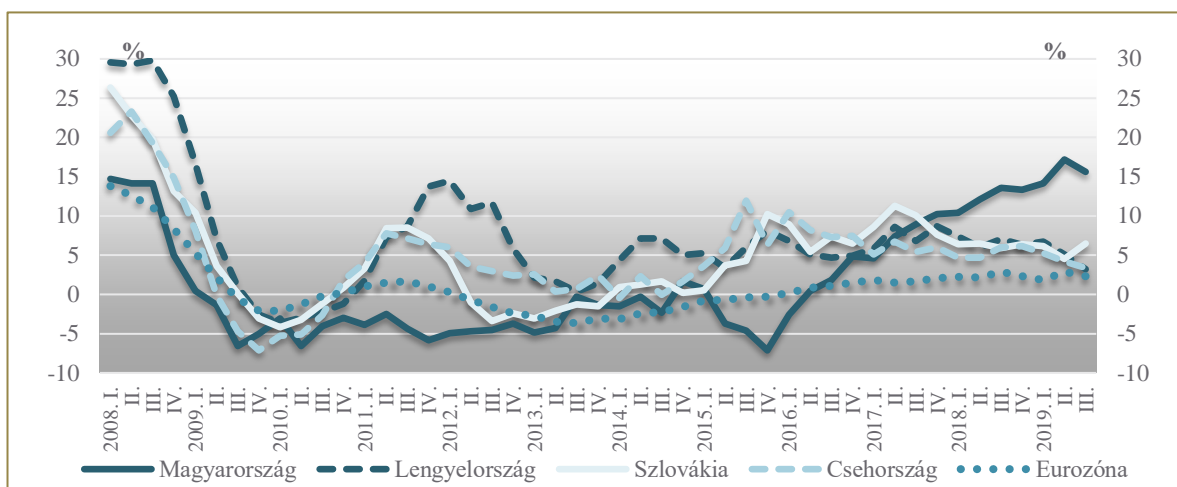
Forrás: Saját szerkesztés NAV által rendelkezésemre bocsátott adatbázis alapján.

Összehasonlítva a 25. és a 17. ábrán (69. oldal) látható eredményeket, a disszertáció további fejezeteinek tartalmát előre vetítő összefüggéseket figyelhetünk meg. Azokban az ágazatokban, amelyekben az összítőkéen belül magas a saját tőke aránya, az összítőke jövedelmezőségét kisebb mértékben haladja meg a saját tőke jövedelmezősége és mindez fordítva is igaz, az alacsonyabb saját tőke arány mellett jelentősen magasabb saját tőke arányos jövedelmezőséget tapasztalhatunk az összítőke jövedelmezőségéhez képest.

4.1.4. A hazai vállalkozások hitelszerkezetének vizsgálata, nemzetközi összehasonlításban

A vállalatok megfelelő finanszírozása a gazdaság fejlődésének egyik alapfeltétele, amelyben a bankhitelek fontos szerepet kapnak, olyannyira, hogy hiányuk gátat szabhat a versenyképes termelési struktúra kialakításának. Ennek tükrében a hazai vállalati hiteldinamika 2015 végétől erőteljes növekedésnek indult, 2016 második negyedétől érdemben magasabb, mint az Eurozónához tartozó országokban tapasztalható növekedési ütem átlaga¹⁴, majd 2017 második felétől a V4-ek (Csehország, Lengyelország, Szlovákia és Magyarország) egyéb országaiban látott csökkenő tendenciától függetlenül is látványosan meghaladta a többi visegrádi ország hiteldinamikáját (26. ábra).

Ezen „*hitelbővülés mögött olyan országspecifikus tényezők is állhatnak, melyek a régió többi országára nem jellemzőek. Ilyen tényező lehet, hogy Magyarországon az elmúlt két évben a bruttó állóeszköz-felhalmozás hozzájárulása a GDP-növekedéshez jelentősen magasabb volt a vizsgált országokénál, aminek finanszírozását jelentős mértékben a hazai pénzügyi rendszer adta. A hitelezés bővüléséhez lehetőséget biztosít a vállalati szektor nemzetközi összehasonlításban is alacsony eladósodottsága, amely mind a vállalati hitelállomány GDP-arányos szintjében, mind a vállalati szektor aggregált tőkeáttételében megmutatkozik. Ebben jelentős szerepet játszik, hogy Magyarországon a válság utáni adósságleépítés a vállalati szektorban sokkal nagyobb mértékű volt a régió többi országához képest*” (26. ábra). (MNB Pénzügyi Stabilitási Jelentés - 2019. december, 18. old.)

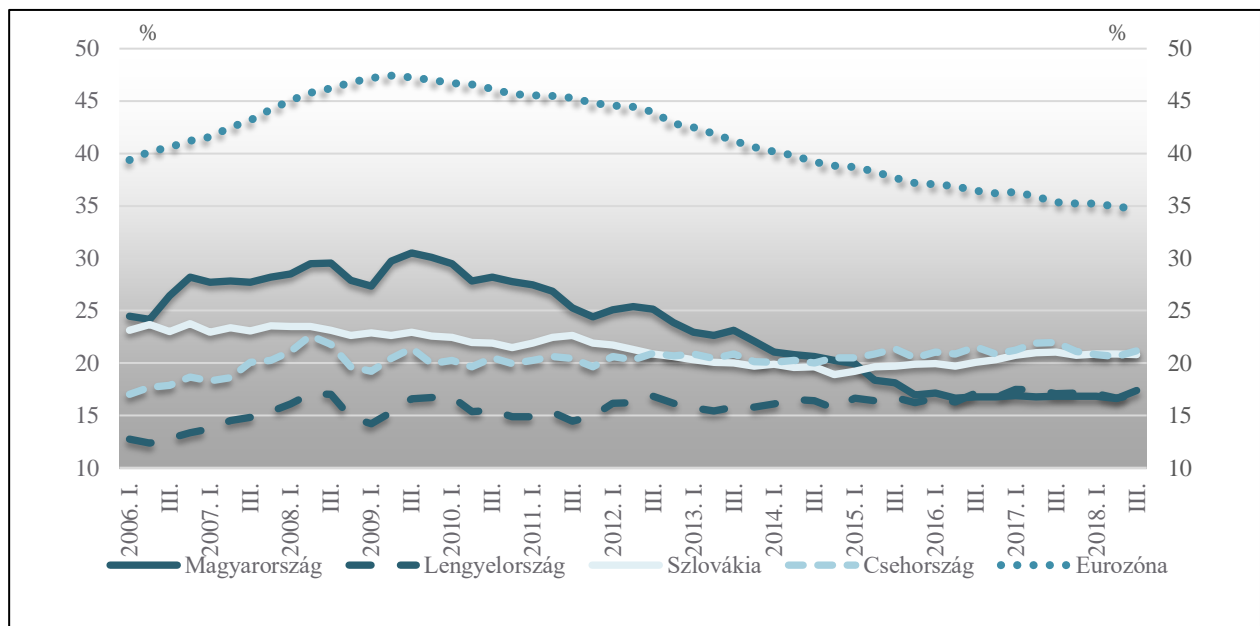


26. ábra: Vállalati hitelek éves növekedési üteme nemzetközi összehasonlításban; 2008-2019

Forrás: MNB Pénzügyi Stabilitási Jelentés - 2019. december, 18. old.

¹⁴ Az Eurozóna átlagába beletartozik Szlovákia is, amely országot a V4-ek szintű összehasonlítás érdekében külön is kiemeltem az elemzésem során.

A hitelezési dinamika növekedésével szemben a GDP arányában kifejezett hazai vállalati hitelállomány alakulása – az Eurózónában tapasztalható tendenciához hasonlóan – a 2008 előtti növekedés után egy tartósan csökkenő trendet mutat (27. ábra). Mivel a hitelezés gazdasági növekedést eredményező oksági kapcsolata bizonyított (pl. Rajan – Zingales, 1998; Beck et al., 2000) az egységnyi hitelállomány növekedés gazdasági növekedésre gyakorolt multiplikatív hatására következtethetünk. Bodnár és szerzőtársai (2014) arra hívták fel a figyelmet, hogy a hitelezés alakulása és a gazdasági növekedés kapcsolata nem lineáris. Hosszú távon a pénzügyi fejlettség potenciálisan növeli a gazdasági teljesítményt, de a legújabb kutatások szerint ez csak egy bizonyos szintig igaz, amely pont elérése után akár negatív irányba is elfordulhat a korreláció, azaz fordított U-alakú kapcsolatot feltételeztek.



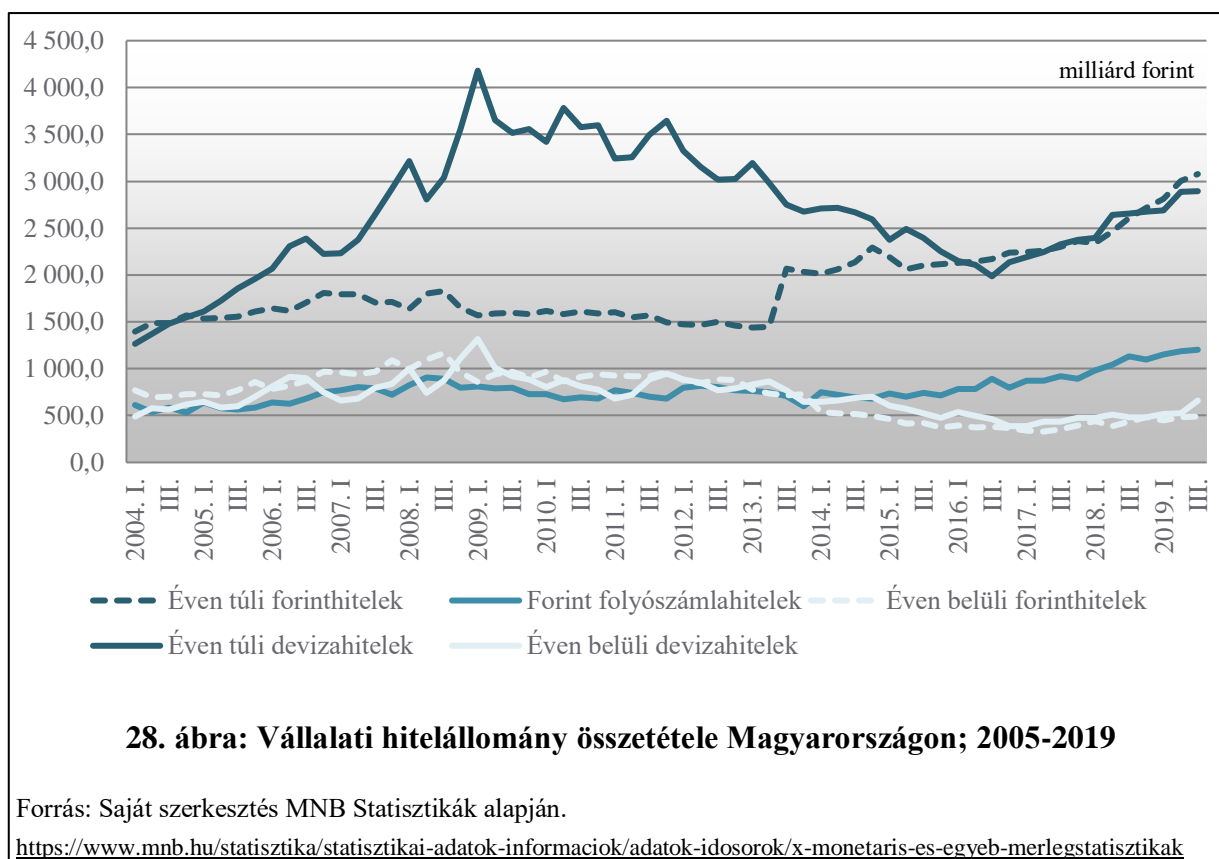
27. ábra: A GDP-arányos vállalati hitelállomány nemzetközi összehasonlításban; 2006-2018

Forrás: MNB Hitelezési Folyamatok - 2019. március, 12. old.

A vállalati hitelek éves növekedési ütemének és GDP-arányos volumenváltozásának nemzetközi összehasonlítást követően megvizsgáltam a hazai hitelállomány összetételét futamidő és denomináció (28. ábra), valamint a nemzetgazdasági ágak közötti megoszlása (29. ábra) szerint is. 2004 első felében még kicsivel magasabb volt mind az éven belüli, mind az éven túli forinthitelek állománya a devizahitelekhez viszonyítva, majd az alacsony kamat miatt és – jellemzően a nagyvállalatoknál – a természetes fedezés érdekében (Bodnár, 2009) a külföldi pénzben denominált hitelek erőteljes növekedésének indultak 2009-ig.

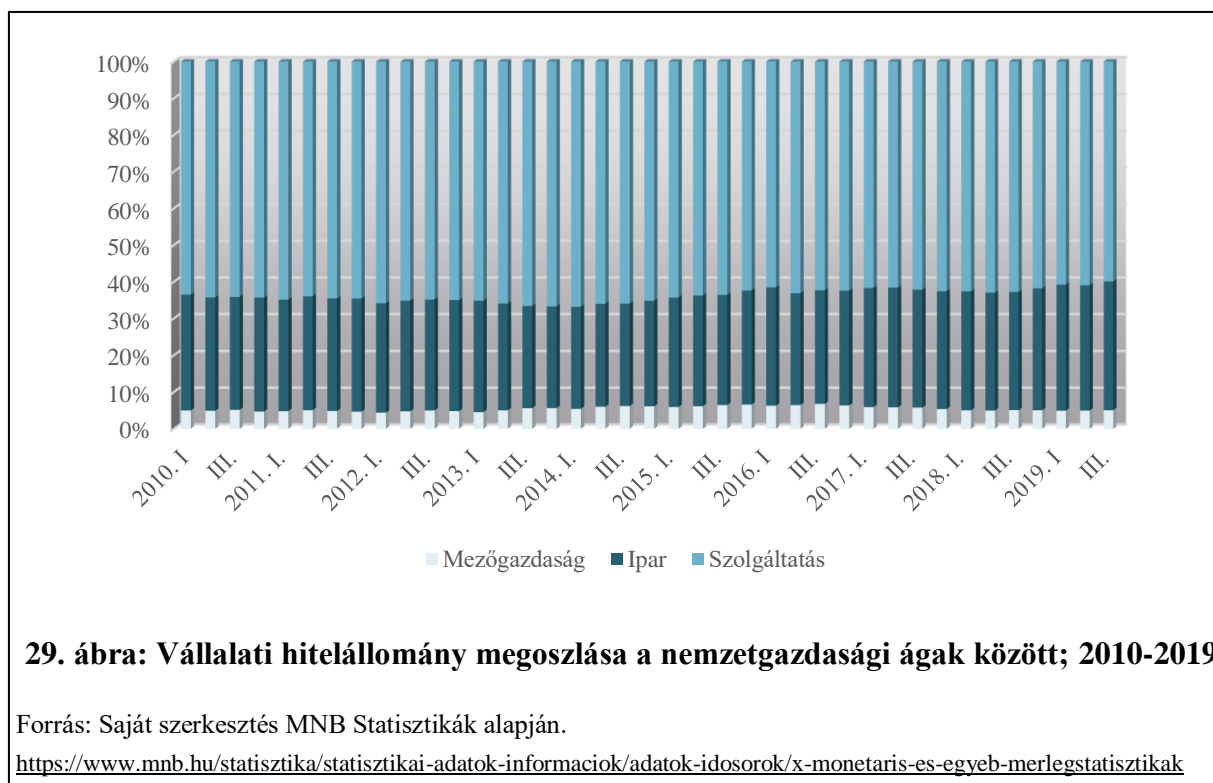
A pénzügyi és gazdasági világválságot követően egy csökkenő tendencia vette kezdetét a devizahitelek tekintetében, 2009 decemberétől 2016 szeptemberéig 45%-kal csökkent ezen hitelek volumene, de 2013-ig a vállalkozások éven túli hiteleinek még mindig több mint kétszerese devizahitel volt. Ez idő alatt a forinthitelek volumene a válság hatására sem változott

számottevően, míg a Növekedési Hitelprogram a teljes hitelszerkezetre kifejtette hatását, ennek következtében 2013 második felében ugrásszerűen, 19 %-kal megnőtt az éven túli forinthitelek állománya és azóta is felfelé ívelő pályán mozog. 2016 III. negyedétől az éven túli devizahitelek ismét növekvő tendenciát mutatnak. Ahogy Walter (2017, 2019) is megállapította, a vállalati hitelállomány volumenváltozására, kockázati profiljára a devizahitelezés döntő hatással volt 2011 és 2017 között, de ezen belül is kiemelt szerep jutott a projekthitelezésnek. Ez a tendencia tovább folytatódott, amelynek okán, elsősorban preventív jelleggel „2020. január 1-től új kockázatokra is kiterjed az MNB által előírt rendszerkockázati tőkepuffer kalibrációja: a jelenleg is figyelembe vett problémás kitétségek mellett a problémásnak nem minősülő, de devizában denominált projekthitelek is beszámításra kerülnek a tőkepufferráta meghatározásakor” (MNB Sajtóközlemény 2019. szeptember 16.).



A vállalati hitelállomány tevékenységi szektorok közötti megoszlását tekintve megállapítottam, hogy számottevő változás nem történt 2010 és 2019 között (29. ábra). Részletesebben megvizsgálva az egyes nemzetgazdasági ágak hitelállományát, elmondható, hogy a változatlanág alól kivételt képeznek az Ingatlanügyletek (L), a Feldolgozóipar (C) és a Pénzügyi, biztosítási tevékenység (K). Míg az első esetben négyötödére csökkent a hitelállomány nagysága – ezzel együtt a teljes vállalati hitelállományon belüli aránya – addig a második esetben másfélszeresére, a harmadik esetben közel az ötszörösére nőtt az ágazatban tevékenykedő vállalkozások hitelállománya – és a teljes vállalati hitelállományon belüli aránya. A Kereskedelem,

gépjárműjavítás (G), a Mezőgazdaság, erdőgazdálkodás, halászat (A) és a Szakmai, tudományos, műszaki tevékenység (M) ágazatokban is valamelyest nőtt a kihelyezett hitelek volumene, de a teljes vállalati hitelállományhoz viszonyított alacsony nagyságuk következtében a nemzetgazdasági ágak közötti megoszlásra nem volt hatással ez a mennyiségi növekedés.



4.2. A tőkeszerkezetet meghatározó tényezők modellje

Ahogy a 2.3. alfejezetben részletesen is bemutattam, a tőkeszerkezetet befolyásoló tényezők elemzésével több hazai és külföldi kutató is foglalkozott. Értekezéseimben – a kapcsolat erősségével szemben – ezen befolyásoló tényezők együttes, illetve egymáshoz viszonyított magyarázó erejét vizsgáltam, amelynek tükrében azt feltételeztem, hogy:

H1: A hazai és nemzetközi szakirodalmakból ismert endogén és exogén befolyásoló tényezők nem egyforma mértékben magyarázzák az eladósodottságot, azon belül néhány kiemelt tényező szerepe meghatározó.

H2: A nemzetközi tapasztalatokhoz hasonlóan, a hazai vállalkozások tekintetében is érvényesül, hogy az exogén tényezőkkel szemben az endogén, közvetlen hatást gyakorló tényezők magyarázzák jobban az eladósodottságot.

A szakirodalmi kutatás során megismert tényezők közül – figyelemmel a rendelkezésemre álló adatbázis korlátaira – a modell megalkotásánál figyelembe vett mutatók a következők:¹⁵

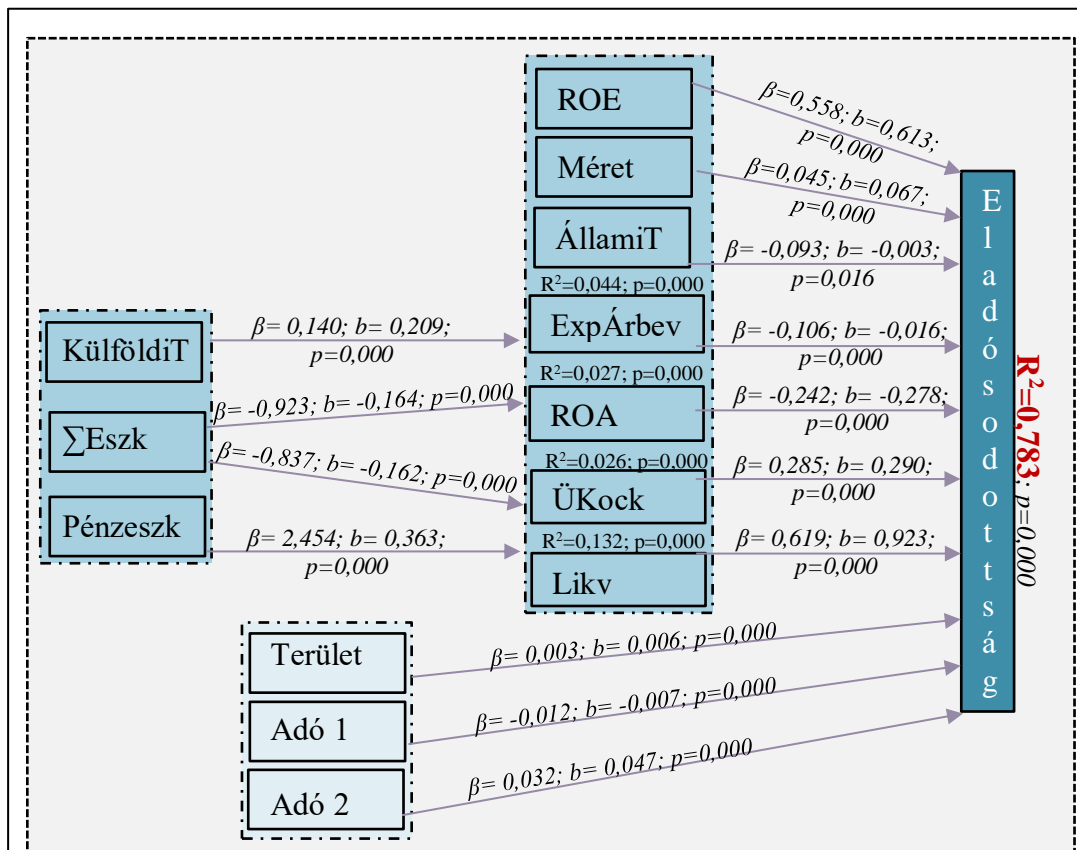
- Méret (értékesítés nettó árbevétele alapján) [Méret]. (logaritmikus skálán)
- Saját tőke arányos jövedelmezőség [ROE]. (logaritmikus skálán)
- Eszközök összetétele (amely a tevékenységi körök közötti különbségeket is bemutatja, így a tevékenységi kör jellemzésére is alkalmazható) [Σ Eszk]. (%)
- Eszköz arányos jövedelmezőség [ROA]. (logaritmikus skálán)
- Üzleti kockázat (eszközarányos üzleti eredmény szórása) [ÜKock]. (logaritmikus skálán)
- Adóhatás 1 (fizetett adó/adózás előtti eredmény – kamat jellegű adómegettakarítás) [Adó1]. (logaritmikus skálán)
- Adóhatás 2 (értékcsökkenés/adózás előtti eredmény – nem kamat jellegű adómegettakarítás) [Adó2]. (logaritmikus skálán)
- Állami tulajdon [ÁllamiT]. (%)
- Külföldi tulajdon [KülföldiT]. (%)
- Export árbevétel [ExpÁrbev]. (%)
- Pénzeszközök [Pénzeszk]. (%)
- Likviditás [Likv]. (logaritmikus skálán)
- Területi elhelyezkedés [Terület]. (1-10)

¹⁵ Szögletes zárójelben az adott tényező 30. ábrán használt elnevezése, rövidítése, kerek zárójelben a modell alkalmazhatóságához szükséges skálatranszformáció típusa látható.

Tekintettel arra, hogy a modellbe csupán metrikus skálán mért változók kerülhetnek, a területi elhelyezkedést, mint befolyásoló tényezőt az adott földrajzi egység (megye) területén működő gazdasági szervezetek beruházásainak teljesítményértéke és a bruttó hazai termék (GDP) alapján felállított rangsorok skálázásával mértem.

A tőkeszerkezet, mint magyarázott (eredmény) változó kifejezésére az eladósodottság mutatót használtam (logaritmikus skálán).

A 30. ábrán a változók közötti kapcsolatot jelelő nyilakon a regressziós együtthatók (β), a kapcsolatok erősségének összehasonlítására szolgáló standardizált regressziós együtthatók (b) és azok szignifikanciaszintje (p), a magyarázott változókon pedig (ha szignifikáns a részmodell) a modell magyarázóerejét kifejező determinációs együttható (R^2), illetve a modell illeszkedésének szignifikanciaszintje (p) van feltüntetve. Az együttható azt fejezi ki, hogy a magyarázó változók milyen arányban magyarázzák az eredményváltozó variációját. A modell illeszkedése pedig akkor szignifikáns, ha $p < 0,05$.



30. ábra: Az eladósodottságot befolyásoló tényezők modellje

Forrás: Saját szerkesztés SPSS output tábla alapján.

Láthatjuk, hogy valamennyi befolyásoló tényező és az eladósodottság közötti regressziós kapcsolat erőssége gyenge, ugyanakkor a modell magyarázó ereje kifejezetten magas. **A vizsgált változók 78,3%-ban magyarázzák az eladósodottság alakulását.**

A modellben a következő összefüggések figyelhetők meg:

- **A vállalkozások mérete és eladósodottsága között** – több hasonló kutatás eredményeivel megegyezően (lásd 2.3.2.2. alfejezet) – **pozitív irányú szignifikáns kapcsolat van, amely a választásos tőkeszerkezeti elméletet igazolja.**
- Szintén pozitív és egyben erős magyarázó kapcsolat áll fenn a saját tőke arányos jövedelmezőség (ROE) és az eladósodottság között.
- A tárgyi eszközök aránya (vagyis egyes elméletek szerint a tevékenység jellege) által magyarázott **eszköz arányos jövedelmezőség – ROA – és az üzleti kockázat magyarázó ereje hangsúlyos, ugyanakkor ellentétes irányú.**
- Egyrészt a tárgyi eszközök arányának növekedésével **csökken az eszköz arányos jövedelmezőség, aminek hatására nő az eladósodottság.**
- Másrészt a tárgyi eszközök arányának növekedésével **csökken a vállalkozások üzleti kockázata, ezáltal az eladósodottság mértéke is.** Az összefüggés az elméleti megfontolásokkal ellentétes, ugyanakkor megegyezik Balla (2005) értekezésében bemutatott empirikus eredménnyel.
- **Az állami tulajdon és az eladósodottság között negatív irányú összefüggést** mutattam ki, amely alátámasztja az elméleti megközelítés szerint is várható összefüggést.
- Megállapítottam, hogy **közepesen erős magyarázó kapcsolat van a külföldi tulajdon aránya és az export árbevétel között.** Ez utóbbi, vagyis az export árbevétel pedig az elmélettel és a korábbi empirikus eredményekkel ellentétben **negatív irányú kapcsolatot mutat az eladósodottsággal.** Mindezt azzal magyarázom, hogy a szakirodalmak többsége az export árbevételt a vállalkozások jövedelmezőségét és eredményességét jelző tényezőként azonosítják. Ebből a feltevésből kiindulva, eredményeim azt bizonyítják, hogy **minél jövedelmezőbb (magasan exportorientált) egy vállalkozás, annál kisebb mértékben van eladósodva (lásd ROA mutató és az eladósodottság közötti negatív kapcsolat), igazolva ezzel a hierarchia elmélet szerinti összefüggést.**
- Igazoltam, hogy a pénzeszközök aránya befolyásolja a **likviditás** alakulását, amely kifejezetten erős magyarázó kapcsolatban van az eladósodottsággal.

- A makrókörnyezet hatásának vizsgálatára használt mutatók (*Adó1, Adó2, Terület*) magyarázó ereje – a legtöbb endogén tényezőhöz képest is – **alacsony**.

A fenti eredmények alapján a következő tézisek fogalmazhatók meg:

T1: A hazai és nemzetközi szakirodalmakból ismert endogén és exogén befolyásoló tényezők közül a méret, a saját tőke arányos jövedelmezőség, az eszközök összetétele által magyarázott eszköz arányos jövedelmezőség és üzleti kockázat, az állami tulajdon, a külföldi tulajdonnal magyarázott export árbevétel, a pénzeszközökkel magyarázott likviditás, az adózás és a területi elhelyezkedés 78,3%-ban magyarázzák az eladósodottságot.

T2: A nemzetközi tapasztalatokhoz hasonlóan, a hazai vállalkozások tekintetében is érvényesül, hogy az exogén tényezőkkel szemben az endogén, közvetlen hatást gyakorló tényezők magyarázzák jobban az eladósodottságot.

4.3. Különböző vállalatcsoportok tőkestruktúrájának, valamint a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti kapcsolat összehasonlító elemzése

Értekezésem célkitűzései között szerepelt, hogy a különböző méretű, tevékenységi körű, illetve területi elhelyezkedésű vállalkozások finanszírozási, tőkeszerkezeti jellemzőit, illetve a jövedelmezőséggel való kapcsolatát feltérképezze.

Ennek tükrében a 3. hipotézisem:

H3: A méret, tevékenység és területi elhelyezkedés alapján létrehozott vállalatcsoportok tőkestruktúrájában szignifikáns különbségeket figyelhetünk meg ahogy a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti kapcsolat erőssége is függ a vállalkozás méretétől, tevékenységi körétől és területi elhelyezkedésétől.

A méret szerinti kategorizálás alapján kapott eredményeket tartalmazza a 4. táblázat, amely alapján megállapítottam, hogy **a különböző méretű vállalkozások tőkeerőssége, illetve a teljes, hosszú-, és rövid lejáratú kötelezettségállomány figyelembevételével számolt tőkeáttétele szignifikánsan eltér.**

4. táblázat: A vállalkozások tőkeszerkezetének összehasonlítása méretük szerint

	Méret				F	Sig.	p
	nagy	mikro	kis	közép			
Tőkeáttétel (teljes)	0,965	0,561	1,242	1,363	798,382	0,000	***
Tőkeáttétel (HLK)	0,218	0,119	0,24	0,264	124,72	0,000	***
Tőkeáttétel (RLK)	0,747	0,441	1,001	1,099	763,3	0,000	***
Tőkeerősség	-3,959	-12,686	-0,213	0,176	4,617	0,003	**
* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$							

Forrás: Saját szerkesztés az SPSS output tábla alapján.

Szintén **statisztikailag igazolhatók a nemzetgazdasági ágak** összevonásával létrehozott hármas tagolás (mezőgazdaság, ipar, szolgáltatás) alapján megkülönböztetett vállalkozások **tőkeáttétel és tőkeerősség szerinti szignifikáns különbségei** (5. táblázat).

5. táblázat: A vállalkozások tőkeszerkezetének összehasonlítása tevékenységi körük szerint

	Tevékenység			F	Sig.	p
	Mezőgazdaság, erdőgazdálkodás, halászat	Ipar	Szolgáltatás			
Tőkeáttétel (teljes)	0,672	0,713	0,609	47,119	0	***
Tőkeáttétel (HLK)	0,178	0,117	0,134	15,208	0	***
Tőkeáttétel (RLK)	0,493	0,596	0,475	89,149	0	***
Tőkeerősség	-1,298	-7,123	-12,907	4,18	0,015	*

* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Forrás: Saját szerkesztés az SPSS output tábla alapján.

Mind a tőkeerősség, mind pedig a tőkeáttétel mutatók jelentős ($p < 0,001$) eltérést mutatnak nemzetgazdasági ágak szerinti részletezettségben is (47. melléklet). Azonban itt láthatóak olyan tevékenységkategóriák, melyek nem térnek el jelentősen egymástól. Ezek azonosításához a Bonferroni-féle post-hoc tesztet alkalmaztam, és megállapítottam, hogy – ennek a módszernek a használatával – **csupán a tőkeszerkezet alapján homogén tevékenységcsoportok nem hozhatók létre.**

A területi elhelyezkedés alapján képzett vállalatcsoportok tekintetében mind a tőkeerősség, mind pedig a tőkeáttétel mutatók **továbbra is jelentős** ($p < 0,002$) **eltérést mutatnak** az egyes régiókban (6. táblázat).

6. táblázat: A vállalkozások tőkeszerkezetének összehasonlítása elhelyezkedés szerint

	Régió								F	Sig.	p
	Dél-Dunántúl	Nyugat-Dunántúl	Közép-Dunántúl	Észak-Magyarország	Észak-Alföld	Dél-Alföld	Közép-Magyarország	KAVIG			
Tőkeáttétel (teljes)	0,671	0,596	0,604	0,549	0,641	0,679	0,632	2,17	38,413	0	***
Tőkeáttétel (HLK)	0,173	0,144	0,116	0,128	0,143	0,155	0,122	0,49	17,735	0	***
Tőkeáttétel (RLK)	0,499	0,452	0,487	0,421	0,498	0,524	0,51	1,679	33,903	0	***
Tőkeerősség	-8,249	-4,021	-4,086	-10,614	-6,39	-7,589	-15,714	-3,644	3,217	0,002	**

* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Forrás: Saját szerkesztés az SPSS output tábla alapján.

Az eredményeket kissé torzítja, hogy a Kiemelt Adó- és Vámigazgatóság átlagai magasan a régiós átlagok felett vannak, így itt is vizsgálendő a Bonferroni-féle post-hoc teszt segítségével, hogy mely régiók térnek el valóban egymástól szignifikánsan. Ez alapján látható (7. táblázat), hogy a (teljes) tőkeáttétel kapcsán mely régiók átlagai egyeznek meg ($p > 0,05$), de ezzel a módszerrel, az egyezések illetve különbözőségek mentén **egyértelmű országrészek (régió csoportok) nem azonosíthatók.**

7. táblázat: Bonferroni-féle post-hoc teszt eredményei

	Dél-Dunántúl	Nyugat-Dunántúl	Közép-Dunántúl	Észak-Magyarország	Észak-Alföld	Dél-Alföld	Közép-Magyarország
Dél-Dunántúl	x						
Nyugat-Dunántúl		x					
Közép-Dunántúl		=	x				
Észak-Magyarország	=	=	=	x			
Észak-Alföld		=	=		x		
Dél-Alföld	=				=	x	
Közép-Magyarország	=	=	=		=		x

=: megegyező régiós átlagok

Forrás: Saját szerkesztés az SPSS output tábla alapján.

Ezen felül a korábbi tőkeszerkezeti kutatásokhoz képest a méret kifejezésének új módszereként a mérlegfőösszeg decilisekre bontásával is elemeztem a vállalkozások tőkeszerkezetét illetve jövedelmezőségét. A **mérlegfőösszeg szerinti csoportok** valamennyi tőkeszerkezeti és jövedelmezőségi mutatóinak átlagát a 8. táblázatban foglaltam össze. A részsokaságok összehasonlítása előtt a varianciaanalízis módszerével megállapítottam, hogy **a mérlegfőösszeg alapján képzett decilisekhez tartozó vállalkozások a vizsgált tőkeszerkezeti és jövedelmezőségi mutatóik alapján szignifikánsan különböznek egymástól.**

8. táblázat: Mérlegfőösszeg alapján decilisekre osztott részminták átlagos tőkeszerkezeti mutatói

Decilis	MFÖ	Tőkeáttétel	Eladósodottság (teljes)	Eladósodottság (HLK)	Eladósodottság (RLK)	Nettó forgótőke	Össztőke jövedelm.	ROE
1.	302	- 0,48	102,36	34,64	67,72	- 2 266	- 3,64	- 0,09
2.	1 854	0,16	1,83	0,64	1,19	- 415	- 0,35	0,00
3.	3 271	0,27	0,63	0,20	0,43	1 691	- 0,06	0,04
4.	5 190	0,30	0,59	0,18	0,41	2 009	- 0,01	0,08
5.	8 553	0,91	0,54	0,12	0,42	2 840	0,03	0,09
6.	14 264	1,58	0,53	0,12	0,41	4 201	0,07	0,18
7.	24 684	1,83	0,51	0,13	0,38	6 970	0,08	0,18
8.	46 842	2,70	0,50	0,13	0,38	12 178	0,09	0,19
9.	111 707	4,82	0,50	0,13	0,37	25 564	0,09	0,19
10.	3 710 635	8,39	0,47	0,14	0,33	521 932	0,10	0,19

Forrás: Saját szerkesztés a vizsgált adatbázis alapján.

Láthatjuk, hogy a mérlegfőösszeg növekedésével nő az átlagos tőkeáttételi mutató, vagyis minél nagyobb a vállalkozás vagyona annál nagyobb mértékben haladja meg a kötelezettségek állománya a saját tőke értékét. Ezen felül megfigyeltem, hogy a mintában lévő vállalkozások eladósodottsági mutatója a mérlegfőösszeg növekedésével csökken. Ezen belül a rövid lejáratú kötelezettségek aránya rendre meghaladja a hosszú lejáratú kötelezettségek arányát.

A nettó forgótőke átlaga a legalacsonyabb mérlegfőösszegű vállalkozások esetében negatív értéket mutat, amely a mérlegfőösszeg növekedésével párhuzamosan nő. Megállapítottam, hogy a negatív forgótőkéjű vállalkozások egyharmada az 1. és a 2. decilishez tartozik, amelyből arra következtethetünk, hogy **az agresszív finanszírozási stratégia döntően a kevés vagyonnal rendelkező, tőkeszegény vállalkozásokra jellemző.**

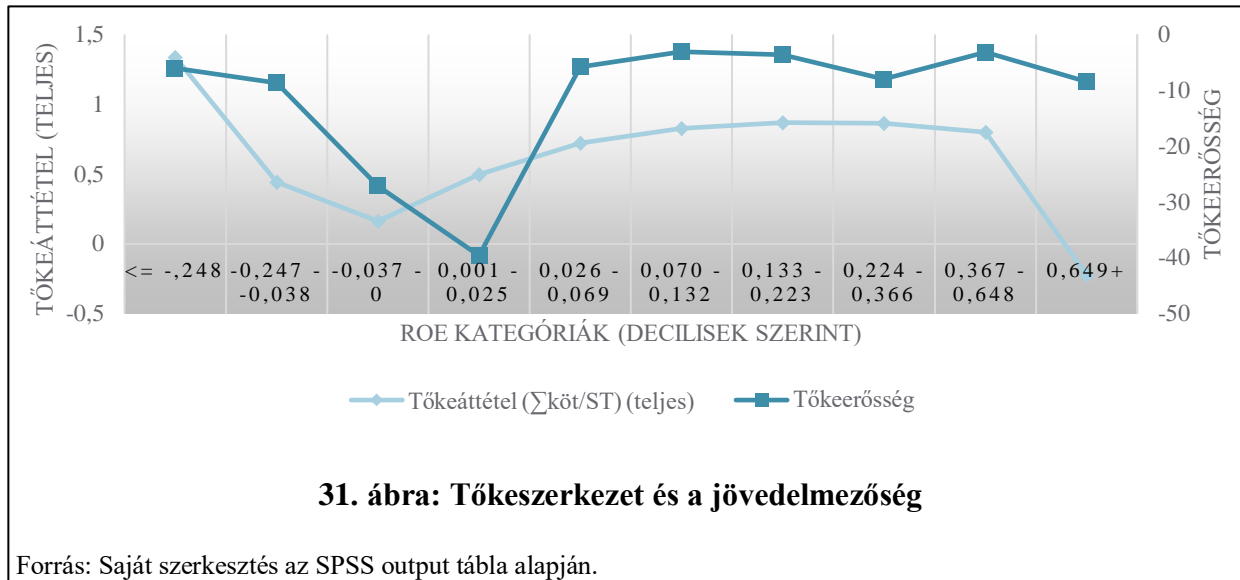
Összehasonlítva a decilisek ösztőke és a saját tőke arányos jövedelmezőségét szintén a vagyon növekedésével párhuzamosan az átlagértékek növekedését tapasztalhatjuk. A két jövedelmezőségi mutató egymáshoz viszonyított arányát tekintve elmondható, hogy a saját tőke jövedelmezősége rendre meghaladja az ösztőke jövedelmezőségét, amely megegyezik az összesített adatok elemzésénél tapasztaltakkal (4.1.3. alfejezet).

A mutatószámok átlagértékeinek sorozatát vizsgálva az 5. decilist egyfajta „töréspontnak” tekinthetjük. Ez az a sáv, amely előtt az ösztőke jövedelmezőségének átlaga (így az egyedi értékek túlnyomó része is) rendre negatív értékeket vesz fel, az eladósodottsági mutató magas, a tőkeáttételi mutató alacsony. Ezt követően az ösztőke jövedelmezőségének átlagértékei pozitív tartományba esnek, vagyis **a mérlegfőösszeg növekedésével egyre kisebb a valószínűsége, hogy az ösztőke jövedelmezősége negatív értéket vegyen fel.** A tőkeáttételi mutatók átlaga a folyamatos növekedés mellett meghaladja az 1-et, így a kötelezettségek saját tőkéhez viszonyított arányának növekedését figyelhetjük meg a mérlegfőösszeg alapján képzett decilisek átlagos tőkeáttételi mutatói alapján. Emellett az eladósodottsági mutató átlagértékei 50% körül alakulnak, azon belül a rövid lejáratú kötelezettségekre a korábbi 1:2 helyett 1:3 arány jellemző.

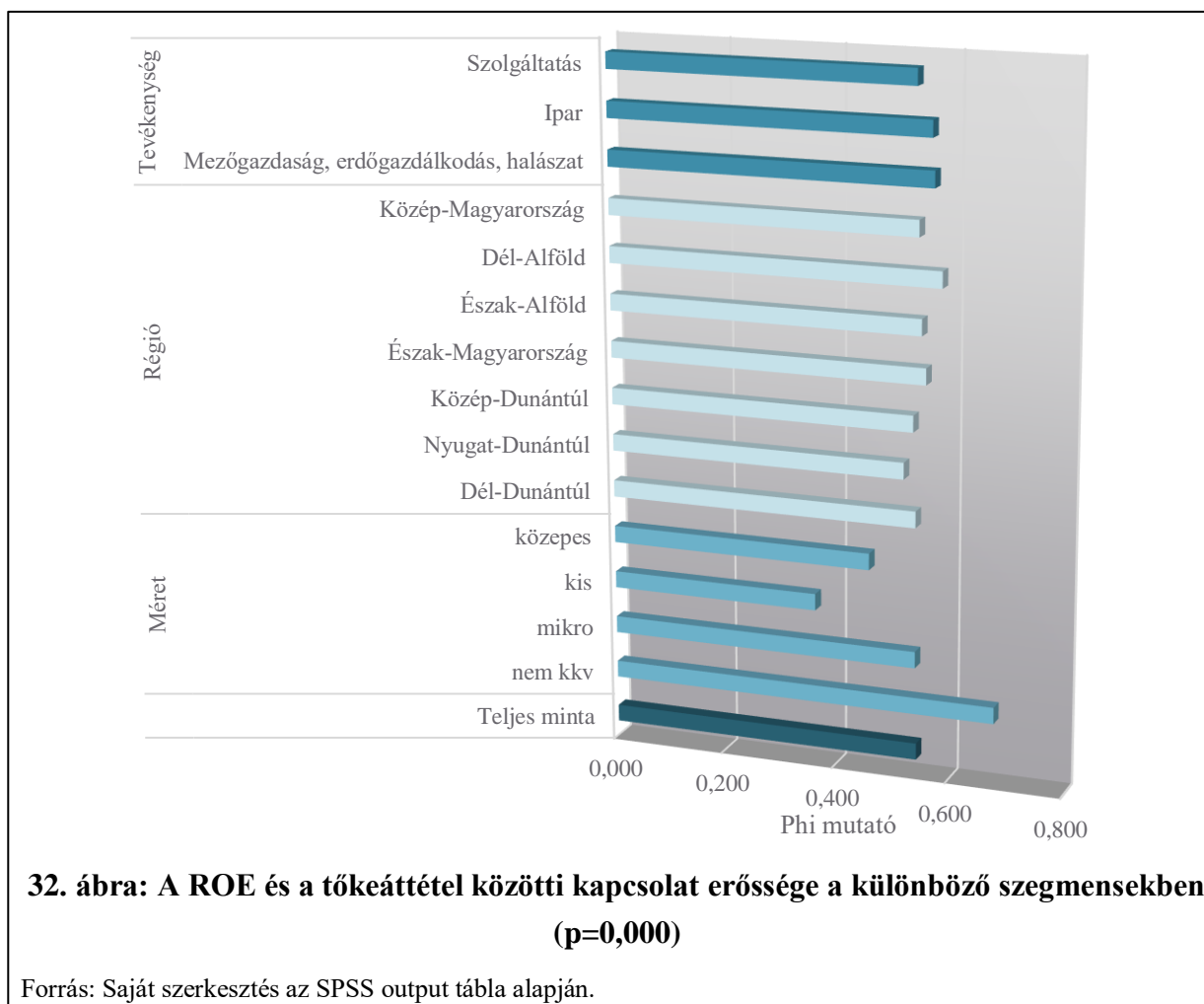
Összességében elmondható, hogy eredményeim alátámasztják azt az elméleti megfontolást, amely szerint **a nagyobb tárgyi eszköz igényű (állományú) vállalkozásoknak lehetőségük van magasabb tőkeáttétel kialakítására.**

A részminták vizsgált mutatóinak átlagai alapján azt a következtetést vontam le, hogy **minél magasabb a kötelezettségeknek a saját tőkéhez mért aránya, valamint minél kevésbé van (hosszú távon) eladósodva a vállalkozás, annál magasabb az ösztőkéje, illetve a saját tőkéje által realizált hozama.**

A hipotézis tesztelése során megállapítottam azt is, hogy a vizsgált minta alapján a tőkeáttétel és a jövedelmezőség között önmagában nincs kapcsolat ($r=-0,003$; $p=0,177$). Ennek oka lehet, hogy a ROE mutató terjedelme igen nagy és rendkívül nagy arányban tartalmaz outliereket. Azonban, ha a ROE mutatót decilisek szerint kategorizáljuk (azaz minden kategóriába a megfigyelt vállalatok 10%-a tartozik), akkor már egyértelmű és szignifikáns összefüggés tapasztalható (31. ábra).



A ROE-hez hasonlóan 10 deciliskategóriát képeztem a tőkeáttétel (teljes) mutatóhoz is, így a kapcsolat szorosságát (Φ) és a kapcsolat szignifikanciaszintjét is mérni tudtam az egyes kategóriákban. Látható, hogy **a kapcsolatok minden esetben közepes erősségűek, kisebb - nagyobb mértékben eltérnek egymástól. A leginkább a méret szerint differenciálódik a kapcsolat szorossága** (32. ábra).



A fentieket figyelembe véve megállapítható, hogy a megfogalmazott **H3 hipotézis** némi módosítással, kiegészítéssel a következők szerint tézissé formálható:

T3: A méret, tevékenység és területi elhelyezkedés alapján létrehozott vállalatcsoportok tőkestruktúrájában szignifikáns különbségeket figyelhetünk meg, azonban a vizsgált csoportok tőkeszerkezete és a jövedelmezősége közötti kapcsolat a legtöbb csoportban hasonló, de a méret szerinti osztályozás tekintetében jelentősebb eltéréseket mutat. Leggyengébb a kapcsolat a kisvállalkozások esetében, legerősebb pedig a nagyvállalatok esetében.

Ugyanezen kapcsolat tekintetében, figyelemmel az üzleti és a pénzügyi kockázat hatásaira, hipotézisként fogalmaztam meg, hogy:

H4: A pénzügyi tőkeáttétel növekedésével párhuzamosan a saját tőke arányos nyereség (ROE) mutató értékének szórása megnő (az üzleti kockázat és a pénzügyi tőkeáttételből adódó pénzügyi kockázat növekedése miatt).

Tekintettel arra, hogy mind a tőkeáttétel, mind pedig a ROE mutató rendkívül magas terjedelemmel rendelkezik, az eloszlásaikat extrém csúcsosság jellemzi, így a torzítatlanság biztosítása érdekében a hipotézis teszteléséhez a következő adattranszformációt kellett végrehajtanom, amelyhez helyzeti középértékek (percentilisek) használata szükséges, ezek ugyanis nem érzékenyek az outlierekre.

- A tőkeáttétel mutató percentiliseiből egy 1-100 kvázi Likert skálát képeztem.
- A ROE mutató percentiliseiből, hasonló módon egy 1-100 kvázi Likert skálát képeztem.

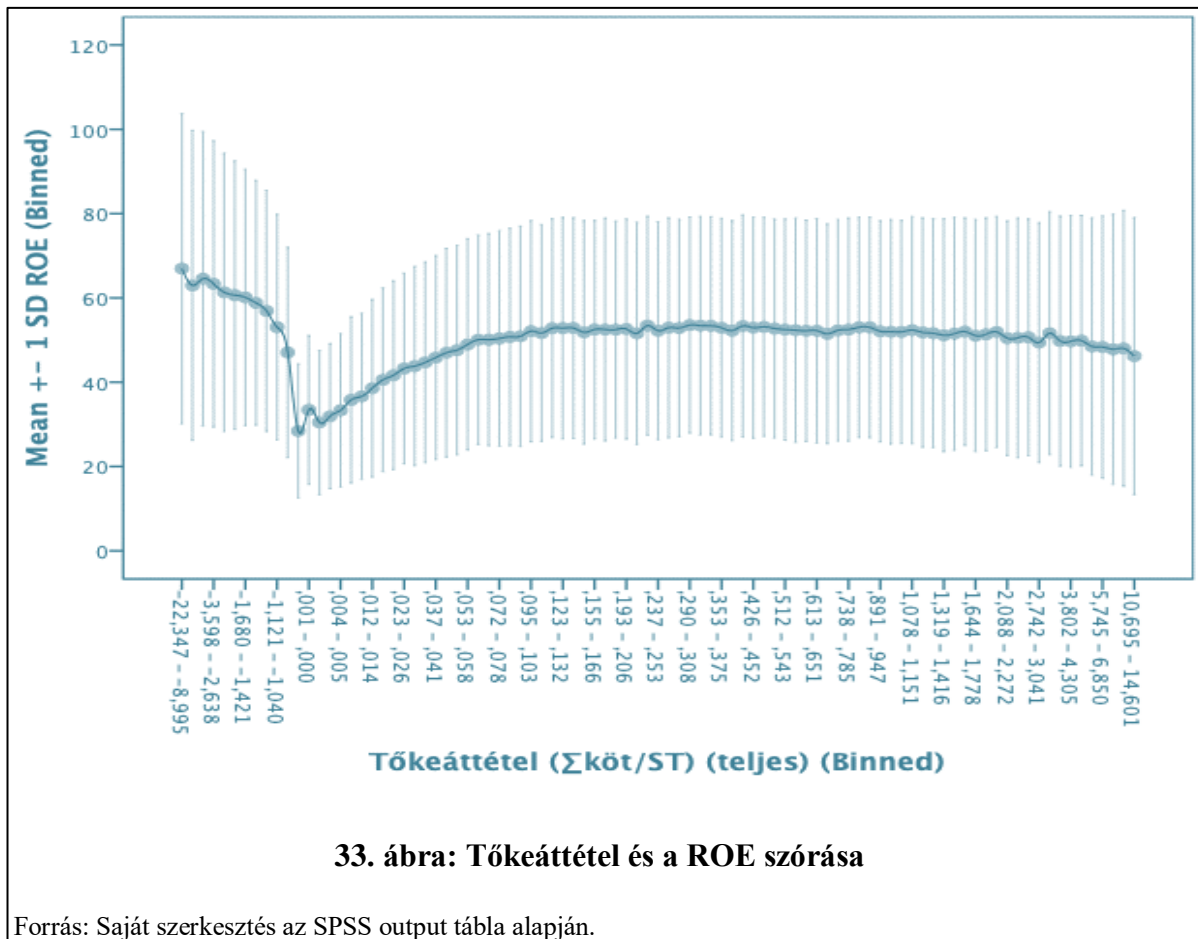
Ezek után vizsgáltam meg a hipotézist. Először a különböző tőkeáttétel kategóriákban vizsgáltam a ROE skálaátlagokat és ezek szórását. A Levene teszt alapján (9. táblázat) kijelenthetjük, hogy a ROE szórása eltér az egyes tőkeáttétel kategóriákban (számítási korlátok miatt a tőkeáttétel deciliseiben vizsgálható csak a ROE szórása).

9. táblázat: A Levene teszt eredményei

Test of Homogeneity of Variances			
ROE (Binned)			
Levene Statistic	df1	df2	Sig.
2240,613	9	258821	0

Forrás: Saját szerkesztés az SPSS output tábla alapján.

Ezt követően ábrázolom az egyes tőkeáttétel kategóriákban a ROE szórásokat (33. ábra). A diagrammon látható, hogy **a ROE átlagok egy szintig csökkennek (0,001-es tőkeáttételig), ezzel együtt a szórások (függőleges vonalak) is csökkennek, majd 0,001-es tőkeáttételtől elkezdnek nőni mind a ROE átlagok, mind pedig ezek szórása.** Tehát **eltérő tendencia figyelhető meg a tőkeáttételi mutató értékeinek negatív illetve pozitív tartományában.** Érdekes, hogy a legmagasabb tőkeáttételekre a ROE átlaga nagyon lassú ütemű csökkenést mutat, míg a szórás további (bár csökkenő ütemű) növekedést.



A fentiek alapján a következő tézist fogalmazom meg:

T4: A ROE átlagok (0,001-es tőkeáttételig), ezzel együtt a szórások is egy szintig csökkennek, majd 0,001-es tőkeáttételtől elkezdnek nőni mind a ROE átlagok, mind pedig ezek szórása, ugyanakkor a legmagasabb tőkeáttételekre a ROE átlaga nagyon lassú ütemű csökkenést mutat, míg a szórás további (bár csökkenő ütemű) növekedést.

4.4. A faktor és a klaszterelemzés eredményei

Az alfejezetben a vizsgálatba vont gazdasági társaságok gazdálkodására jellemző valamennyi mutatószám figyelembevételével képzett homogén vállalatcsoportokat, illetve a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség kapcsolatának csoportokon belül megfigyelhető alakulását mutattam be. Az elemzés hipotézisét a következők szerint fogalmaztam meg:

H5: A vállalkozások teljesítményét és tőkeszerkezetét tükröző mutatószámok alapján homogén vállalati klaszterek hozhatók létre, és ezeken a klasztereken belül a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti kapcsolat erőssége, illetve iránya eltérő.

A csoportképzés klaszteranalízis alkalmazásával történt, amelyet faktoranalízis előzött meg, így a szorosan összefüggő adatok faktorokba tömörítésével lehetővé téve a komponensek közötti rejtett kapcsolatok felfedezését is, a lényeges információk jelentős részének megtartása mellett.

A faktoranalízis alkalmazhatóságának vizsgálatához **Kayser-Meyer-Olkin tesztet** alkalmaztam, ami a korrelációs mátrixhoz egy 0 és 1 közé eső számot rendel, értéke minél nagyobb, a modell annál jobban illeszkedik. Jelen esetben ez az érték **0,769**, ami a faktoranalízis szempontjából megfelelő értéket mutat. Ezt erősíti meg a **Bartlett teszt** eredménye is ($\chi^2 = 5297398,793$; $p = 0,000$), amely igazolja, hogy vannak olyan szignifikáns kapcsolatok az elemzésbe bevont mutatók között, amelyek nem a véletlennek köszönhetők.

A faktoranalízis eredményeként a 13 egyedi index összevonásával 4 faktor jött létre (10. táblázat), amelyek a 13 mért változó által magyarázott teljes variancia 75,15 %-át magyarázzák (48. melléklet).

10. táblázat: Rotált faktormátrix

	Faktorok			
	1	2	3	4
ROA	0,950	0,105	0,115	0,015
Össztőke jövedelmezősége	0,949	0,107	0,114	0,017
ROS	0,936	0,129	0,108	-0,001
Működési profithányad	0,922	0,121	0,127	0,001
ROE	0,732	-0,316	-0,071	0,046
Tőkeerősség	0,097	0,957	-0,160	-0,028
Tartós forrás/összes tőke	0,016	0,907	-0,116	-0,013
Eladósodottság (teljes)	-0,097	-0,957	0,160	0,028
HLBankhitel/összes tőke	0,026	0,008	0,734	-0,082
Tőkeáttétel (teljes)	0,145	-0,317	0,630	0,034
Szállítók/RLK	0,094	-0,152	0,591	0,156
Külföldi tulajdon aránya	-0,040	-0,061	-0,149	0,811
Export árbevétel aránya	0,080	0,018	0,287	0,710

Forrás: Saját szerkesztés SPSS outputtábla alapján.

Az **1. faktor**ba tömörített mutatószámok:

- *ROA*
- *Össztőke jövedelmezősége*
- *ROS*
- *Működési profithányad*
- *ROE*

A faktorba tartozó mutatószámok mindegyike a jövedelmezőség kifejezésére szolgál, így a faktor elnevezése is **jövedelmezőség**.

A **2. komponens**be az alábbi 3 tőkeszerkezeti mutató tartozik:

- *Tőkeerősség*
- *Tartós forrás/összes tőke*
- *Eladósodottság (teljes)*

A **3. komponens** szintén tőkeszerkezeti mutatókat foglal magába, amelyek a következők:

- *Hosszú lejáratú bankhitel/összes tőke*
- *Tőkeáttétel (teljes)*
- *Szállítók/Rövid lejáratú kötelezettségek*

Tekintettel arra, hogy mindkét komponensbe tőkeszerkezetet leíró mutatószámok kerültek, így azok számítási módját szükséges megvizsgálni, illetve a 10. táblázatban szereplő faktorsúlyok előjele is fontos információ tartalommal bír a faktorok értékelése szempontjából. A 2. faktorba tartozó mutatószámok nevezőjében rendre az összes tőke szerepel, amelyhez a saját tőkét illetve a tartós forrásokat viszonyítottam, valamint az előző ellentettjeként értelmezhetően a kötelezettségeket az összes tőkéhez viszonyító eladósodottság mutató is ebbe a faktorba került, értelem szerűen negatív előjellel. Figyelembe véve, hogy a tartós források magukba foglalják a saját tőkét, és a vizsgált vállalkozások 72%-ának nincs hosszú lejáratú kötelezettsége, azt mondhatjuk, hogy a **2. komponens a tőkeerősség** jellemzésére szolgál. Ugyanígy analizálva a 3. komponens mutatószámait, megállapítható, hogy a külső források, illetve azok egy-egy típusának arányát fejezik ki az összes tőkéhez, valamint egy másik tőkeelemhez mérten. Ennek okán a **3. komponens a tőkeáttétel** mértékét fejezi ki.

A klasszikusnak tekinthető jövedelmezőségi és tőkeszerkezeti indexek mellett a vállalatok nemzetközi kapcsolatait kifejező mutatószámokat is bevontam az elemzésbe, szem előtt tartva azt a tényt, hogy a hazai piacon túl a külföldi piacokon is megjelenő vállalkozások egyrészt eredményesebben, másrészt eltérő tőkeigénnyel működnek. A **4., nemzetközi kapcsolatok** elnevezésű **faktor a Külföldi tulajdon aránya** és az *Export árbevétel aránya* mutatókat foglalja magába.

A hipotézis tesztelésének következő lépéseként, a fentiekben ismertetett faktorok felhasználásával klasztereket hoztam létre. A two-step klasztereljárás szerint a 7 klaszterből álló modell bizonyult optimálisnak (49. melléklet). A klaszterek elemszámát és megoszlását a 11. táblázat szemlélteti.

11. táblázat: A klaszterek elemszáma, megoszlása

Klaszter száma	Elemszám (db)	Megoszlás
1	16378	6%
2	86356	32%
3	13811	5%
4	47039	17%
5	46673	17%
6	4578	2%
7	58904	22%
Összesen	273739	100%

Forrás: Saját szerkesztés SPSS outputtábla alapján.

Megvizsgálva a klaszterek megoszlását, megállapítható, hogy a méret, tevékenységi kör és területi elhelyezkedés alapján az egyes klaszterek összetétele követi a vizsgált minta, így az alapsokaság összetételét, túlnyomóan 15%, de a legtöbb esetben 5% alatti a sokasági megoszlástól való eltérés mértéke. Ennek okán kijelenthető, hogy a vállalkozások általános jellemzői nem torzítják a klaszterek által képviselt modellt, amelynek diszkrimináló hatását támasztja alá az F statisztika értéke és a hozzá tartozó szignifikancia szint (12. táblázat).

Ez alapján megállapítottam, hogy valamennyi faktor diszkrimináló hatással bír, közülük a legnagyobb megkülönböztető erővel a tőkeerősség faktor rendelkezik, ezt követi a jövedelmezőségi és az eladósodott faktor. A klaszterképzés szempontjából alacsony befolyással van a nemzetközi kapcsolatok faktor, ugyanakkor – ahogy majd a későbbiekben látni fogjuk – az egyes klaszterek jellemzésénél e szerint jelentős eltérések tapasztalhatók.

12. táblázat: A faktorok diszkrimináló hatásának vizsgálata

	ANOVA					
	Klaszter		Hiba		<i>F</i>	<i>Sig.</i>
	Mean Square	df	Mean Square	df		
Jövedelmezőség faktor	27435,619	6	0,399	273732	68820,675	0,000
Tőkeerősség faktor	25709,922	6	0,436	273732	58902,903	0,000
Eladósodottság faktor	27459,281	6	0,398	273732	68969,760	0,000
Nemzetközi kapcsolatok faktor	42146,613	6	0,076	273732	553106,619	0,000

Forrás: Saját szerkesztés SPSS outputtábla alapján.

Tehát a faktorváltozók által determinált klaszterek jól elkülönülnek az elemzésbe bevont pénzügyi mutatószámok alapján. A végleges klaszterközéppontok (34. ábra) alapján a klaszterek elnevezései a következők szerint alakulnak:

K1: Kiegyensúlyozott vállalkozások

K2: Legjövedelmezőbb vállalkozások

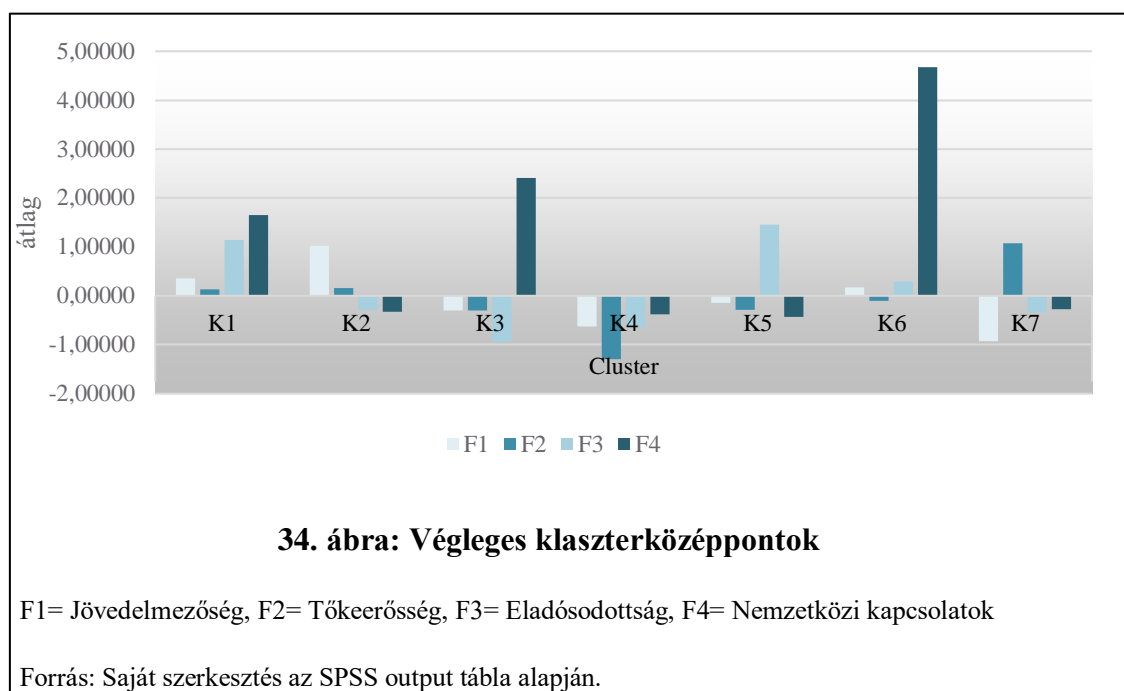
K3: Veszteséges, de jelentős nemzetközi háttérrel rendelkező vállalkozások

K4: Veszteséges, hanyatló vállalkozások

K5: Külső forrásokból gazdálkodó vállalkozások

K6: Nemzetközi háttérrel rendelkező vállalkozások

K7: Tőkeerős vállalkozások



Az **1. klaszter** a **kiegyensúlyozott vállalkozások** nevet kapta, tekintettel arra, hogy a nemzetközi kapcsolataik jelentősek, tőkeszerkezetükben a külső források dominálnak, jövedelmezőségük a legjövedelmezőbbeket követi és a tőkeerősségük is pozitív értékeket vesz fel. Elemszámát tekintve a minta 6%-a tartozik ebbe a csoportba, a kisvállalkozásoknak a mikro vállalkozások terhére történő aránynövekedése mellett.

A **2. klaszter** elemszámát tekintve a legnagyobb, a vizsgált vállalkozások 32%-át foglalja magába. A klaszterközéppontok alapján megállapítható, hogy ebbe a csoportba tartoznak a **legjövedelmezőbb vállalkozások**, amelyek tőkeerősek, külső forrásokra kevésbé támaszkodnak, nemzetközi kapcsolataik tulajdonképpen nincsenek.

A **3. klaszterbe** tartozó vállalkozások **jelentős nemzetközi háttérrel rendelkeznek, mégis veszteséges** gazdálkodás, eladósodottság jellemzi őket. Az elemzésbe vont vállalkozások 5%-a tartozik ebbe a klaszterbe.

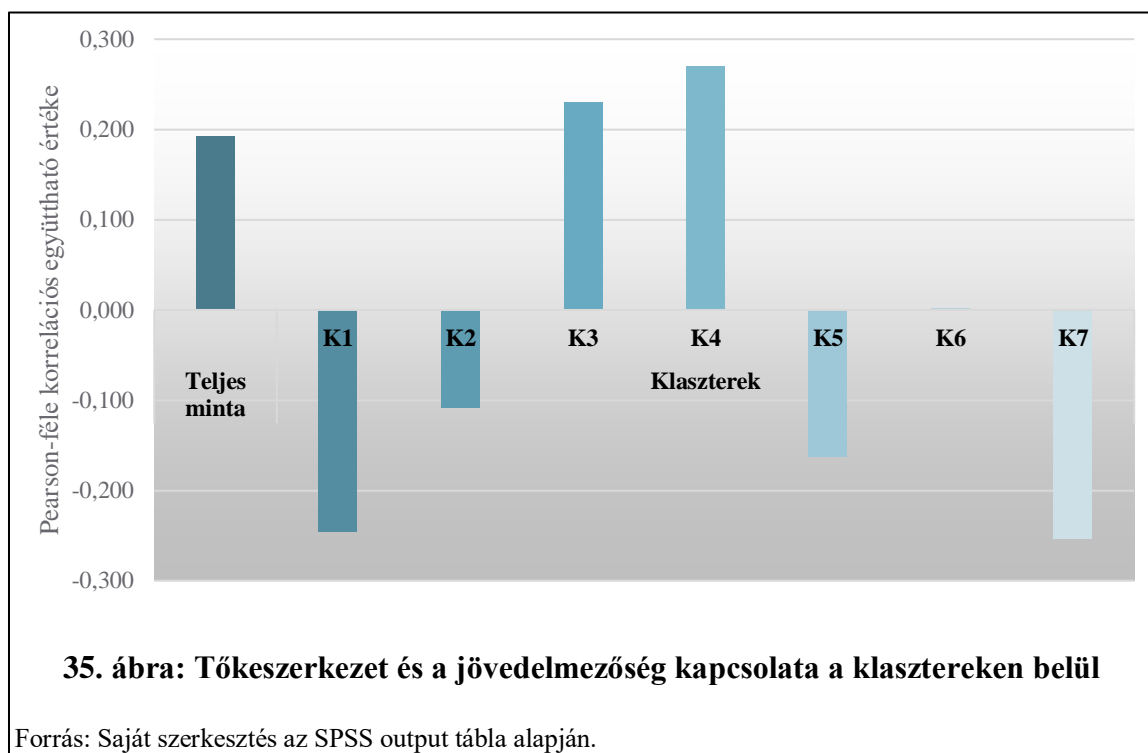
A **4. klasztert** a vizsgált vállalkozások 17%-a alkotja, amelyek a **veszteséges, hanyatló vállalkozások** nevet kapták. Jövedelmezőségük és tőkeerősségük negatív, külső források és nemzetközi háttér sincs mögöttük.

Az **5. klaszter** méretét és jellemzőit tekintve is a 4. klaszterhez hasonló, az alapvető különbséget a jelentős mértékű eladósodottság jelenti, ebbe a csoportba a **külső forrásokból gazdálkodó vállalkozások** tartoznak.

A **6. klaszter** olyan jelentős **nemzetközi háttérrel rendelkező vállalkozásokat** foglal magába, amelyek negatív saját tőke mellett – értelem szerűen – inkább külső forrásokra támaszkodnak, jövedelmezőségük pozitív. Elemszámát tekintve a legkisebb klaszter, a vizsgált vállalkozások alig 2%-a tartozik ebbe a csoportba.

A **7. klaszter** a második legnagyobb klaszter, amely olyan **tőkeerős vállalkozásokat** tömörít, amelyek veszteségesek, külső forrásokra nem számíthatnak, nemzetközi kapcsolataik nincsenek.

A faktor- és klaszteranalízist követően a hipotézis tesztelésének harmadik és egyben utolsó lépése a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség kapcsolatának vizsgálata az egyes klasztereken belül.



Megvizsgálva az egyes klasztereken belül kapott korrelációk értékét (35. ábra), érdekes következtetéseket vonhatunk le. Egyrészt láthatjuk, hogy a kimagasló nemzetközi háttérrel rendelkező vállalkozások esetében nem korrelál a két vizsgált változó. Másrészt eredményeim a pozitív és a negatív kapcsolatot egyaránt igazolták. Ahogy a szakirodalom feldolgozásánál részletesen kifejtettem, mindkét irányú kapcsolatnak van elméleti alapja. Ha a választásos vagy az ügynök elméletből indulunk ki, úgy pozitív kapcsolatot feltételezhetünk a jövedelmezőség és a tőkeszerkezet között, míg a hierarchia elmélet alapján a kapcsolat negatív irányú.

Pozitív irányú kapcsolat fedezhető fel a 3. és a 4. klaszter esetében, amelyek mindegyike veszteséges, vagyis jövedelmezősége és tőkeerőssége (saját tőkéje) negatív, külső forrásaik nem számottevők, míg a többi csoportban negatív a két vizsgált változó közötti kapcsolat.

A fenti levezetés alapján a hipotézisemet elfogadom és a következő tézist fogalmazom meg.

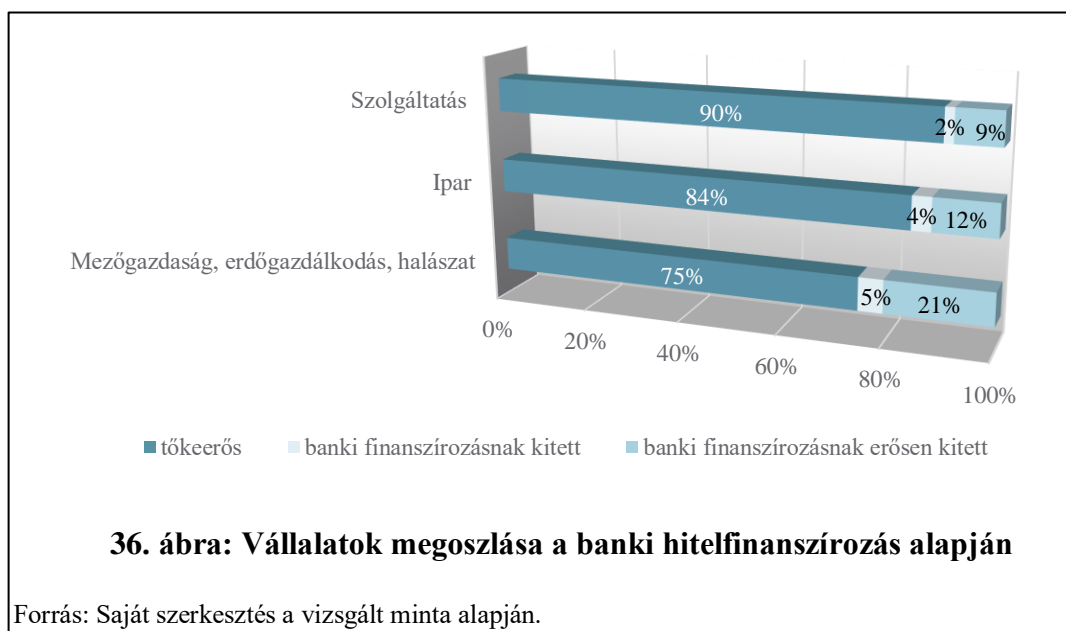
T5: A vállalkozások teljesítményét és tőkeszerkezetét tükröző mutatószámok alapján homogén vállalati klaszterek hozhatók létre, és ezeken a klasztereken belül a tőkeszerkezet és jövedelmezőség közötti kapcsolat erőssége, illetve iránya eltérő.

4.5. Nemzetgazdasági ágak banki kitettségének elemzése a jövedelmezőség tükrében

Figyelemmel a külső finanszírozás hazai gyakorlatára, vagyis a kontinentális (bankközpontú) pénzügyi közvetítő rendszer dominanciájára, az összes külső forrásra kiterjedő tőkeszerkezet mellett megvizsgáltam a bankhitelek aránya és a saját tőke arányos jövedelmezőség viszonyát is, alapvetően a tevékenységi körök szerinti differenciálás mentén. Ennek tükrében a következő hipotézist fogalmaztam meg.

H6: A banki finanszírozásnak leginkább kitett és a tőkeerős vállalkozások saját tőke arányos jövedelmezősége (ROE) jelentősen eltér, amely eltérés tevékenységi körönként különböző.

A banki finanszírozásnak való kitettséget a hosszú lejáratú bankhitelek összes tőkéhez viszonyított aránya alapján definiáltam. A mintában mért értékek figyelembevételével azokat a vállalkozásokat tekintettem *tőkeerősnek*, amely egyáltalán nem vesznek igénybe bankhiteleket. A *banki finanszírozásnak kitett* kategóriába soroltam azokat a vállalkozásokat, amelyek esetében a hosszú lejáratú bankhitelek össztőkén belüli aránya 0,1 és 3,1 % közé esik. Ergo, a *banki finanszírozásnak erősen kitett* vállalkozások ezen mutatójának értéke meghaladja a 3,2 %-ot.



Láthatjuk (36. ábra), hogy a mezőgazdasági ágazatban a legmagasabb azoknak a vállalkozásoknak az aránya (21%), amelyeknek erős, vagyis 3,2 % feletti a banki kitettsége. Majdhogy nem duplája az ipari vállalkozások esetében tapasztalt értéknek (12%). Ez az eredmény némiképp ellentmond a mezőgazdasági vállalkozások finanszírozásáról szóló elméleteknek, amelyek szerint az ágazati sajátosságokból adódó kockázatok miatt ezen vállalkozások kevésbé potenciális ügyfelei a kereskedelmi bankoknak (Lentner, 2016), éppen ebből adódóan egyéb külső finanszírozási forrásokhoz még nehezebb hozzájutniuk, ami magyarázatot ad a kapott eredményekre.

13. táblázat: Banki finanszírozás és a ROE kapcsolata tevékenységi szektorok szerint

			tőkeerős	banki finanszírozásnak kitett	banki finanszírozásnak erősen kitett	Total
Mezőgazdaság, erdőgazdálkodás, halászat	ROE	<= -,248	7,9%	1,0%	3,6%	6,6%
		-,247 - -,038	11,8%	4,9%	5,7%	10,2%
		-,037 - ,000	11,6%	4,4%	2,8%	9,4%
		,001 - ,025	11,3%	21,4%	13,0%	12,1%
		,026 - ,069	12,0%	23,2%	22,7%	14,7%
		,070 - ,132	11,4%	20,9%	20,7%	13,8%
		,133 - ,223	10,7%	13,4%	13,9%	11,5%
		,224 - ,366	8,6%	5,2%	9,9%	8,7%
		,367 - ,648	8,4%	4,6%	5,4%	7,6%
		,649+	6,6%	1,0%	2,2%	5,4%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Ipar	ROE	<= -,248	9,1%	2,4%	4,8%	8,3%
		-,247 - -,038	10,0%	2,8%	4,4%	9,0%
		-,037 - ,000	10,8%	1,9%	1,8%	9,4%
		,001 - ,025	9,5%	12,1%	10,8%	9,8%
		,026 - ,069	9,9%	14,3%	14,4%	10,6%
		,070 - ,132	10,2%	15,9%	15,6%	11,0%
		,133 - ,223	9,9%	17,3%	15,9%	10,9%
		,224 - ,366	10,2%	15,7%	15,5%	11,0%
		,367 - ,648	11,0%	12,9%	11,9%	11,2%
		,649+	9,6%	4,7%	5,0%	8,8%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Szolgáltatás	ROE	<= -,248	9,6%	2,2%	4,8%	9,1%
		-,247 - -,038	11,1%	3,5%	5,6%	10,5%
		-,037 - ,000	12,8%	2,2%	2,9%	11,7%
		,001 - ,025	9,4%	10,2%	9,6%	9,4%
		,026 - ,069	9,8%	12,7%	12,6%	10,1%
		,070 - ,132	9,5%	15,1%	14,5%	10,0%
		,133 - ,223	9,4%	17,1%	15,6%	10,1%
		,224 - ,366	9,5%	16,7%	15,5%	10,2%
		,367 - ,648	9,7%	13,3%	12,8%	10,0%
		,649+	9,2%	7,0%	6,3%	8,9%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Total	ROE	<= -,248	9,5%	2,2%	4,7%	8,8%
		-,247 - -,038	10,9%	3,4%	5,3%	10,2%
		-,037 - ,000	12,4%	2,2%	2,6%	11,2%
		,001 - ,025	9,4%	11,5%	10,1%	9,5%
		,026 - ,069	9,9%	13,9%	13,7%	10,4%
		,070 - ,132	9,7%	15,7%	15,2%	10,3%
		,133 - ,223	9,6%	16,9%	15,5%	10,3%
		,224 - ,366	9,6%	15,6%	15,1%	10,3%
		,367 - ,648	9,9%	12,6%	12,1%	10,2%
		,649+	9,2%	5,8%	5,7%	8,8%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Forrás: Saját szerkesztés az SPSS output tábla alapján.

14. táblázat: Kapcsolatszorossági vizsgálat eredményei

Symmetric Measures		
	Phi	Approximate Significance
Mezőgazdaság, erdőgazdálkodás, halászat	0,269	0,000
Ipar	0,198	0,000
Szolgáltatás	0,163	0,000
Total	0,175	0,000

Forrás: Saját szerkesztés az SPSS output tábla alapján.

Ha megnézzük szektoronként az egyes jövedelmezőségi decilisekhez tartozó vállalkozások számának arányát (13. táblázat), akkor láthatjuk, hogy **mindhárom szektorban, illetve összességében is, minél erősebb a vállalkozás banki finanszírozásnak való kitétsége, annál nagyobb arányban fordulnak elő magasabb ROE-val rendelkező vállalatok. A két ismerv közötti kapcsolat statisztikailag igazolható, amely a mezőgazdaságban a legerősebb ($\phi=0,269$; $p=0,000$), a másik két szektorban és összességében is gyengébb (14. táblázat).**

Ha **tevékenységi körönként külön is** megvizsgáljuk a két ismerv közötti összefüggést, elmondhatjuk, hogy **a kapcsolatok minden esetben szignifikánsak, de gyengék** és található néhány olyan ágazat, amelyekre nem igaz a fenti tendencia, hanem éppen annak fordítottja (50. melléklet). Nem meglepő módon, ezek a villamosenergia-, gáz-, hőellátás, légkondicionálás (D), építőipar (F) és a humán-egészségügyi, szociális ellátás (Q).

A fenti eredmények alapján a következő tézis fogalmazható meg:

T6: Minél erősebb a vállalkozások banki finanszírozásnak való kitétsége, annál nagyobb a valószínűsége a magasabb saját tőke arányos jövedelmezőség (ROE) elérésének, kivéve a D - villamosenergia-, gáz-, hőellátás, légkondicionálás; F - építőipar; Q - humán-egészségügyi, szociális ellátás ágazatokban, ahol inkább fordított az összefüggés.

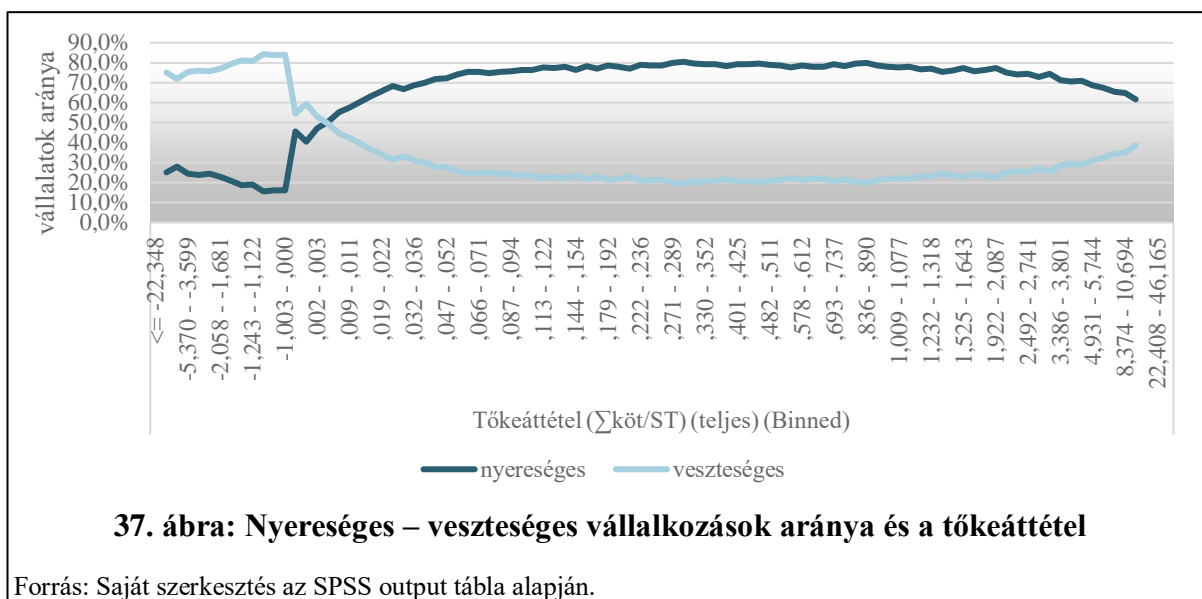
4.6. A nyereséges gazdálkodást feltételező tőkeáttétel és eladósodottság vizsgálata

Miután több szempontból is statisztikailag szignifikáns igazolást nyert a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti összefüggés, ugyanakkor feltételezhető, hogy a tőkeáttétel növekedésének kedvező hatásai csak egy bizonyos pontig érvényesülnek, megkíséreltem meghatározni azt a tőkeáttételi pontot, illetve eladósodottsági szintet, amely felett már nagy valószínűséggel a vállalkozások veszteségessége állapítható meg. Ennek tükrében azt feltételeztem, hogy:

H7: Létezik egy olyan tőkeáttételi pont, illetve eladósodottsági szint, amely felett nagy valószínűséggel a vállalkozások veszteségessége állapítható meg. Ez a tőkeáttételi pont, valamint eladósodottsági szint ágazatonként és méretkategóriánként különböző.

A hipotézis teszteléséhez először az adózott eredményt dichotom változókká alakítottam, vagyis azt mondtam, hogy a negatív (vagy nulla) adózott eredményt realizáló vállalkozások veszteségesek, míg a nullánál nagyobb, pozitív adózott eredmény mellett a vállalkozások nyereségesek. Majd továbbra is a percentilisek használatával, grafikus úton, a megoszlások ábrázolása alapján vontam le következtetéseimet.

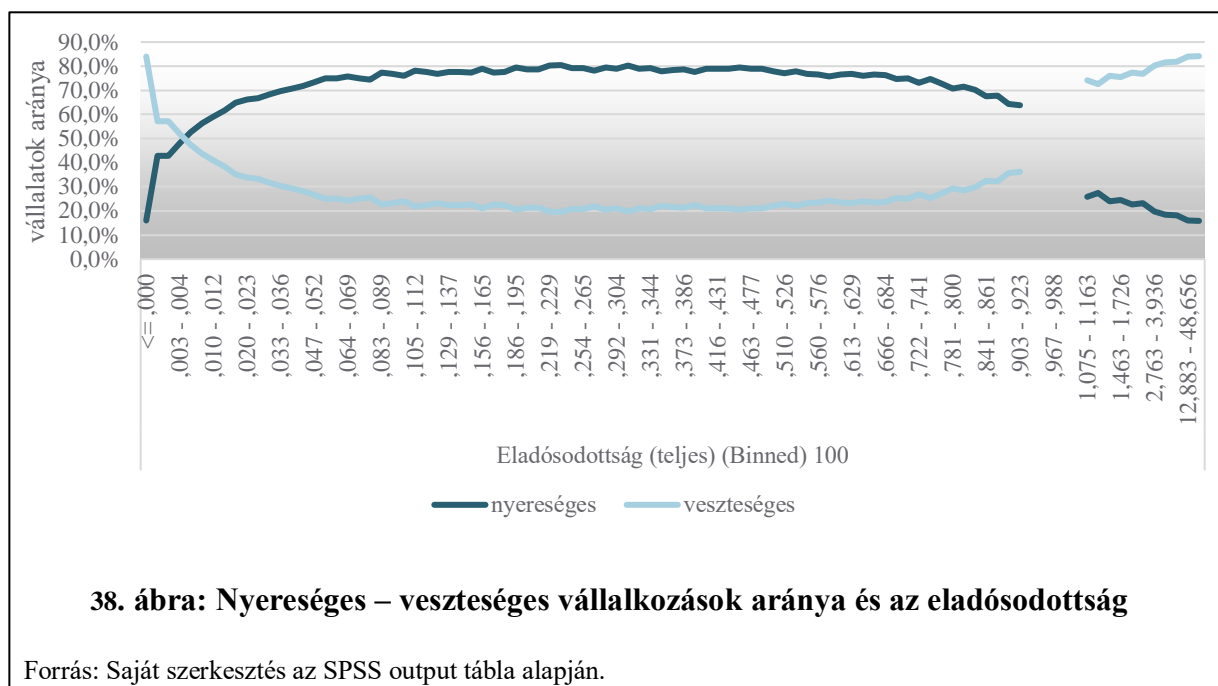
Először eltekintettem a tevékenység és méret szerinti differenciálástól.



A 37. ábrán egyrészt láthatjuk azt az elsőre ellentmondásosnak tűnő jelenséget, hogy a negatív saját tőkéjű vállalkozások között is van nyereséges (10-30 %). Ez nyilvánvalóan a korábbi évek negatív eredményire vezethető vissza, és levonható az a következtetés, hogy növekvő pályára léptek ezek a vállalkozások. Az ábrából kiolvasható az a tendencia is, hogy amint a saját tőke értéke átvált pozitív tartományba, meredeken nőni kezd a nyereséges vállalkozások aránya, amit egy kisebb visszaesést követően, egy kevésbé intenzív, de újra növekvő tendencia követ. Majd a tőkeáttétel nagyon alacsony szintjén (0,005) figyelhetjük meg azt a pontot, amely felett már nagyobb arányban fordulnak elő nyereséges, mint veszteséges vállalkozások.

Az ábrán egyértelműen látszik, hogy a tőkeáttétel növekedésével párhuzamosan „nyílik szét” a nyereséges és a veszteséges vállalkozások aránya, ez a tendencia egy meghatározott szinten stagnálni kezd, majd összetart. Ez a stagnáló intervallum $[0,037 - 4,93]$ **tekinthető a nyereséges gazdálkodás szempontjából optimális tőkeáttételi szintnek, itt a vállalkozások több mint 70%-a nyereséges.** Tehát egyrészt már kifejezetten alacsony tőkeáttételi szint felett valószínűsíthető a nyereségesség, másrészt a két görbe újbóli találkozása feltételezhető, amely szerint **a nyereséges gazdálkodás szempontjából létezik egy maximális tőkeáttételi szint, amely a minta alapján csupán hozzávetőlegesen, a saját tőke tizenötszereseként határozható meg.**

A teljes mintán megvizsgálva a nyereséges – veszteséges vállalkozások arányát az eladósodottság tükrében (38. ábra), szintén hasonló tendenciákat figyelhetünk, mint a tőkeáttétel esetében. Itt is látható, hogy magas eladósodottság mellett intenzíven nőni kezd a veszteséges vállalkozások aránya. A két görbe második metszéspontja itt sem állapítható meg, tekintettel arra, hogy a $[0,924 - 1,075]$ intervallumba nem tartoznak vállalkozások. De ezen intervallumot (kb. 1,00 eladósodottsági szintet) követően egyértelműen látszik a veszteséges vállalkozások arányának permanens növekedése, amely szintén a saját tőke negatív értékével köthető össze, így a maximális szintnek nincs közgazdasági tartalma, csupán matematikai magyarázata van a görbék (elméleti) metszéspontjának. Ugyanakkor megfigyelhető, hogy **az eladósodottság $[0,083 - 0,684]$ intervallumában a vállalkozások több mint 75%-a nyereséges,** ennek értelmében maximum az össztőke 68%-áig érdemes eladósodniuk a vállalkozásoknak. **70%-os nyereségességi arány mellett ez a szint az össztőke 84%-a.**

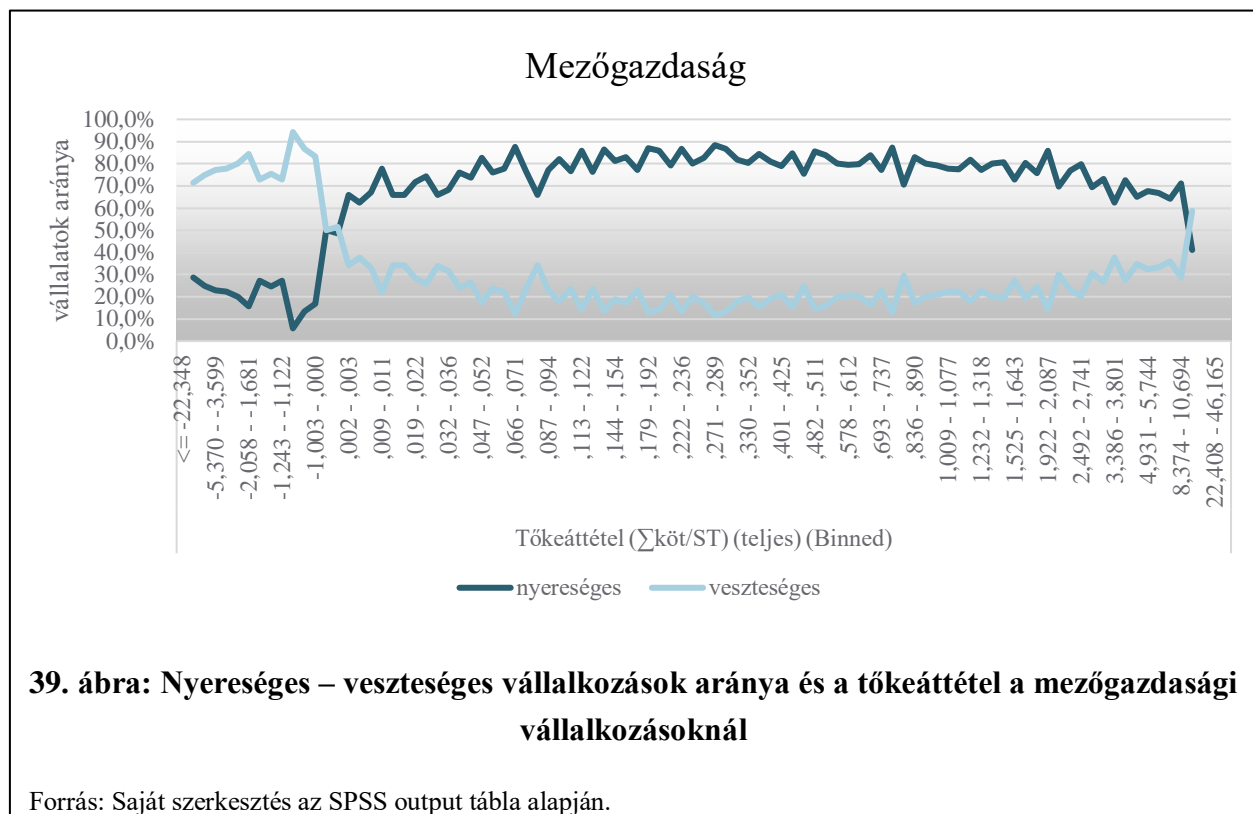


Az előzőekben ismertetett módszerrel megvizsgáltam tevékenység és méret szerinti bontásban is a nyereséges gazdálkodást feltételező tőkeáttételi, illetve eladósodottsági szinteket.

Az ipari és szolgáltató vállalkozások tekintetében egészen azonos tendenciákat és értékeket figyelhetünk meg a teljes vállalati szektornál tapasztaltakkal, mind az áttétel, mind az eladósodottság tekintetében, ugyanakkor a mezőgazdaság esetében némi eltérés mutatkozik.

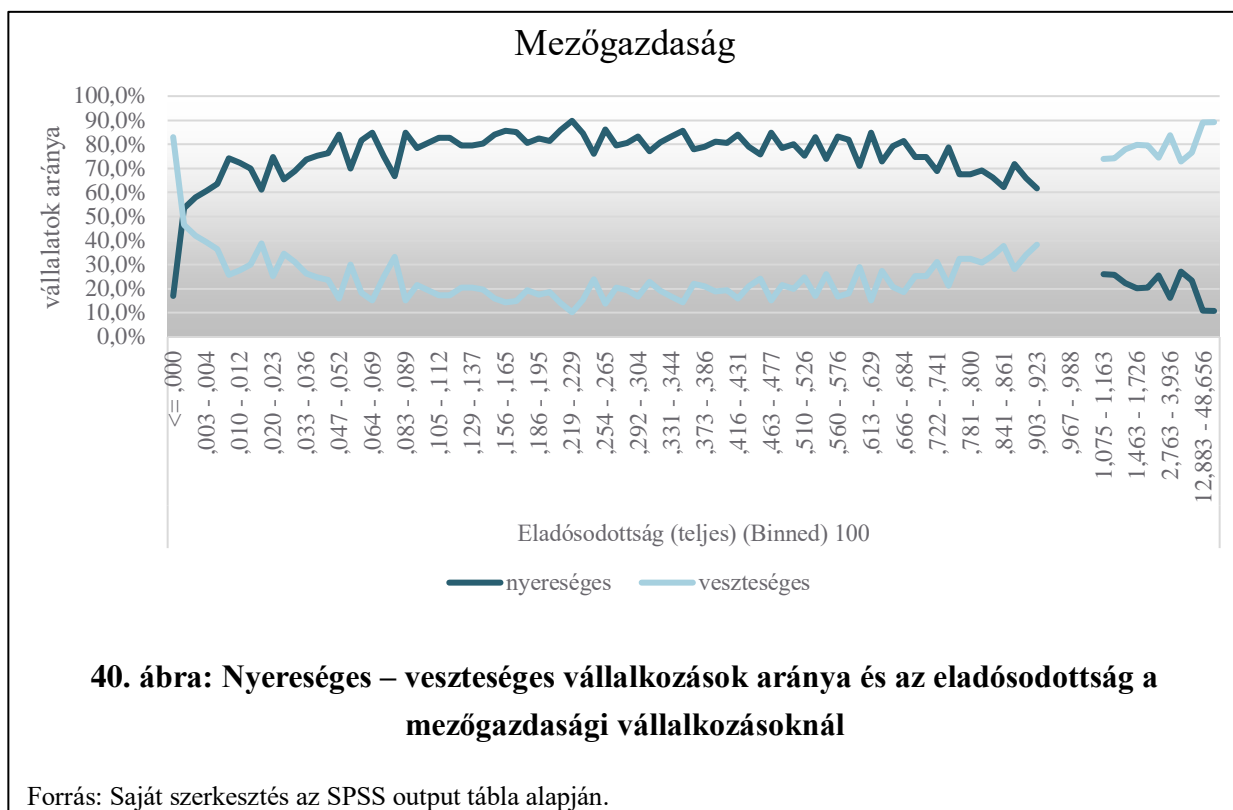
Egyrészt itt egyértelműen kirajzolódik a tőkeáttétel növekedésével összefüggésben konvergáló egyenesek metszéspontja, másrészt a hasonló alapirányzat ellenére a nyereséges és a veszteséges vállalkozások görbéje sokkal volatilisabb (39. ábra).

A nyereséges és a veszteséges vállalkozások arányának vizsgálata alapján kijelenthető, hogy a mezőgazdasági vállalkozások a nyereséges gazdálkodás fenntartása érdekében a saját tőkéjük 10-szereséig növelhetik az idegen tőkéjük állományát, míg ez a szint a teljes vállalati minta, illetve az ipari és a szolgáltató vállalkozásokat magába foglaló rész minta esetében a saját tőke 15-szeresére becsülhető.



39. ábra: Nyereséges – veszteséges vállalkozások aránya és a tőkeáttétel a mezőgazdasági vállalkozásoknál

Az eladósodottság tekintetében szintén erős változékonyság figyelhető meg, és megállapítható, hogy a teljes mintához és a többi szektorhoz képest jóval alacsonyabb, **72,1 eladósodottsági szintig nyereséges a vállalkozások több mint 70%-a** (40. ábra).



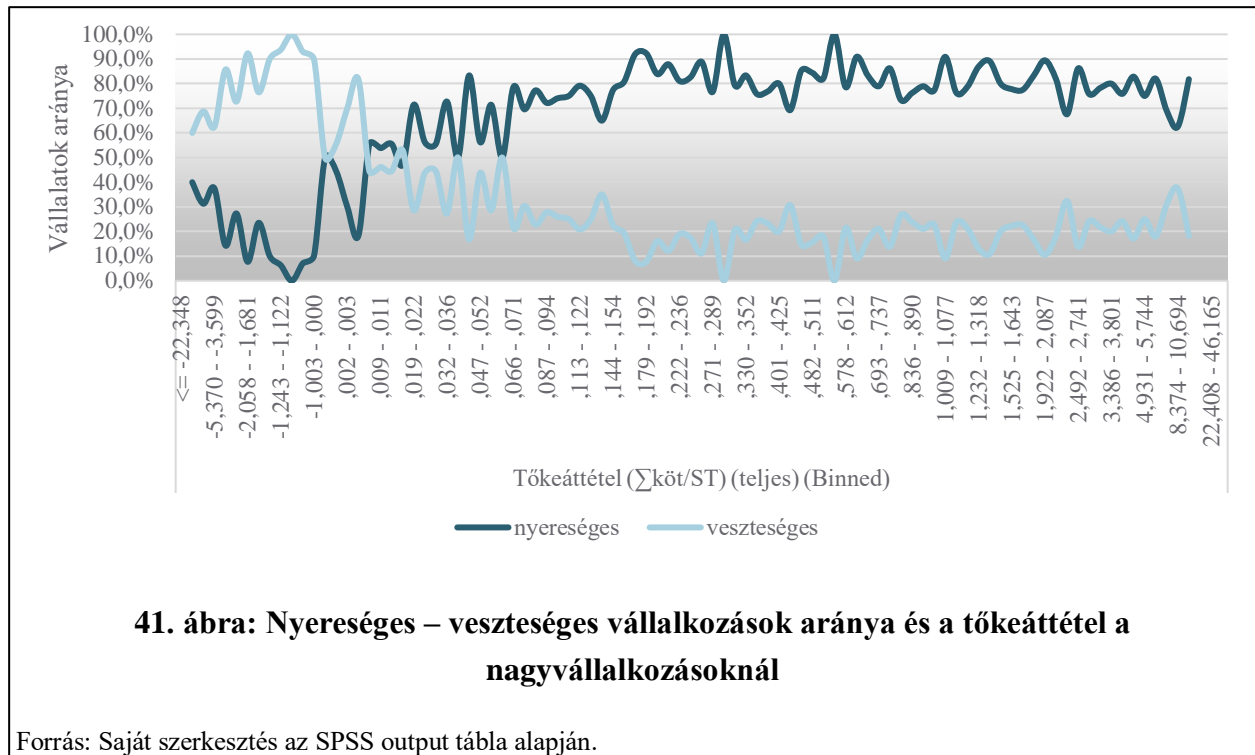
Ha mindezt megvizsgáljuk méretkategóriák szerint, meglehetősen érdekes jelenségekre lehetünk figyelmesek. A teljes vállalati szektor, azon belül a mintában szereplő vállalkozások méret szerinti megoszlásából eredően **a mikro vállalkozások teljesen azonos képet mutatnak a teljes vállalati mintával**, míg a többi méretkategória esetében eltérő, sok esetben szélsőséges eredményt kaptam.

A mikro vállalkozások és a teljes minta közötti párhuzam a szektor túlsúlyára vezethető vissza. A **kis- és középvállalkozások esetében kiemelendő, hogy a negatív saját tőkéjű vállalkozások kivételével az áttétel minden szintjén a vállalkozások több mint 70%-a nyereséges**. A nagyvállalatok ezirányú elemzése során a teljes mintához, illetve a többi méretkategóriához képes három alapvető különbséget figyelhetünk meg (41. ábra):

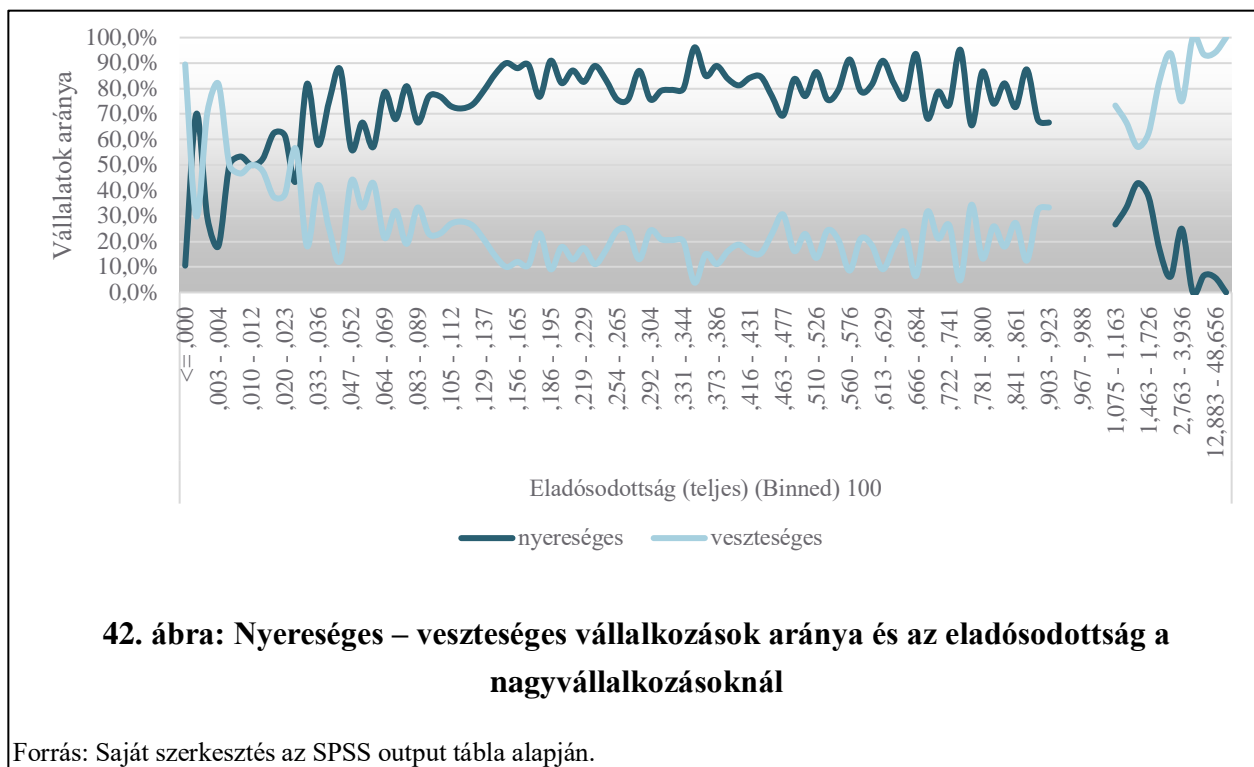
- A tőkeáttétel széles intervallumában a nyereséges vállalkozások arányának növekedését tapasztalhatjuk, azonban többszöri visszaesés, a veszteséges vállalkozásokat alig meghaladó, esetenként alulmaradó arányok jellemzik a vállalkozások ezen szegmensét.
- Azon tőkeáttételi szint (0,079), amely felett nagy valószínűséggel a vállalkozások nyereségesége állapítható meg, több mint 7 százalékponttal magasabb a teljes minta, illetve a vizsgált csoportok mindegyikének ugyanezen adatához képest.

- A nyereséges – veszteséges vállalkozások arányát kifejező görbék összetartása ennél a csoportnál kevésbé egyértelmű, ellenben a többi vizsgált csoportnál megfigyeltekkel.

A fentiekre tekintettel a méret szerinti csoportosítás esetében nem határozható meg egyértelműen a nyereségesség szempontjából maximális tőkeáttételi szint, ugyanakkor a kisebb vállalkozásokhoz képest a nagyvállalkozásoknak magasabb tőkeáttétel javasolt a nyereséges gazdálkodás eléréséhez.



Megvizsgálva a nagyvállalkozások közül a nyereségesek – veszteségesek arányát az eladósodottság tükrében (42. ábra), láthatjuk, hogy a teljes vállalati mintánál, illetve az egyes csoportoknál megfigyelt tendenciákhoz hasonlóan itt is „szétnyílnak” a nyereséges és a veszteséges vállalkozások arányát kifejező görbék, majd megszakadnak és a már említett negatív saját tőkére visszavezethetően egy újabb „szétnyíló” periódus következik. Megállapítható, hogy a nyereségességet feltételező eladósodottsági szint több mint 2 százalékponttal magasabb a többi csoporthoz képest. A vállalkozások több mint 70%-ának nyereségességét eredményező eladósodottsági szint felső határa pedig 88%.



Összegezve a vállalkozások nyereségességét feltételező tőkeáttételi és eladósodottsági szinteket, a következő megállapításokat tettem:

- **A vállalkozások nyereségességét feltételező tőkeáttételi szint alsó határa összességében és valamennyi részegység tekintetében 1% alatt van. Ez alól kivételt képeznek a nagyvállalkozások, ahol 2,3%-os tőkeáttétel felett fordulnak elő nagyobb arányban nyereséges, mint veszteséges vállalkozások, de még nagyobb valószínűséggel 6,6% felett várhatjuk, hogy a vállalkozás nyereséges lesz.**
- Tekintettel arra, hogy **vállalkozások nyereségességét feltételező tőkeáttételi szint alsó határa nagyon alacsony, új, és a gyakorlat számára hasznos eredményeket a maximális áttétel meghatározása jelentheti.** Ennek tükrében az alábbiakat konstatáltam:
 - **A tőkeáttétel kontextusában a nyereséges és veszteséges vállalkozások arányát kifejező görbék összetartanak, de (a minta alapján) nem metszik egymást (kivéve a mezőgazdasági vállalkozásoknál) így a nyereségességet eredményező tőkeáttételi szint maximuma csupán feltételezhető, körülbelül a saját tőke tizenötszerezéseként határozható meg, ugyanakkor a vállalkozások több mint 70%-ának nyereségességét eredményező áttételi szint 4,93.**
 - **A mezőgazdasági vállalkozásoknál a maximális és a nyereséges vállalkozások 70%-os arányához tartozó szint is jóval alacsonyabb (10,694, illetve 3,385).**

- **A méret szerinti csoportosítás esetében nem határozható meg a nyereségesség szempontjából maximális tőkeáttételi szint, ugyanakkor megállapítható, hogy a kisebb vállalkozásokhoz képest a nagyvállalkozásoknak magasabb tőkeáttétel javasolt a nyereséges gazdálkodás eléréséhez.**
- **Az eladósodottság szintjét és a nyereséges – veszteséges vállalkozások arányát vizsgálva, figyelemmel a nullánál alig nagyobb alsó szintre, ugyancsak a maximális értékek vizsgálatára fektettem a hangsúlyt. Az eredmények grafikus ábrázolásával egyértelműen megállapítható, hogy a nyereséges és a veszteséges vállalkozások arányát kifejező görbék „szétnyílnak”, majd megszakadnak és a már említett negatív saját tőkére visszavezethetően egy újabb „szétnyíló” periódus következik. Ezeken kívül megfigyeltem, hogy:**
 - **A görbék metszéspontja 1% alatt van, kivételt itt is a nagyvállalkozások jelentenek, estükben 2,8% alatt a vállalkozások többsége veszteséges, de 5,8% felett már nagyobb valószínűséggel prognosztizálhatjuk, hogy a vállalkozás nyereséges lesz.**
 - **Érdekességként megjegyzendő, hogy 92,4 és 107,4 % közötti mértékben eladósodott vállalkozások nem szerepelnek a mintában.**
 - **A nyereséges gazdálkodáshoz szüksége van külső forrásokra a vállalkozásoknak, de maximum az össztőke 84%-áig érdemes eladósodniuk, ha a vállalkozások több mint 70%-ának nyereségessége alapján szeretnénk meghatározni a maximális eladósodottság szintjét.**

Az előzőek alapján a vizsgált hipotézist elfogadom és a következő tézist fogalmazom meg.

T7: Létezik egy olyan tőkeáttételi pont, illetve eladósodottsági szint, amely felett nagy valószínűséggel a vállalkozások veszteségessége állapítható meg. Ez a tőkeáttételi pont, valamint eladósodottsági szint ágazatonként és méretkategóriánként különböző.

4.7. Hipotézisek ellenőrzése

Kutatásom hipotéziseim ellenőrzése érdekében a következő (15. táblázat) összefoglaló táblázatot készítettem. Megállapítható, hogy valamennyi feltételezésemet igazolták a statisztikai módszerek.

15. táblázat: Empirikus kutatásom hipotéziseinek ellenőrzése

Hipotézisek	Döntés a hipotézisről	Tézisek
<i>H1: A hazai és nemzetközi szakirodalmakból ismert endogén és exogén befolyásoló tényezők nem egyforma mértékben magyarázzák az eladósodottságot, azon belül néhány kiemelt tényező szerepe meghatározó.</i>	ELFOGADVA	<i>T1: A hazai és nemzetközi szakirodalmakból ismert endogén és exogén befolyásoló tényezők közül a méret, a saját tőke arányos jövedelmezőség, az eszközök összetétele által magyarázott eszköz arányos jövedelmezőség és üzleti kockázat, az állami tulajdon, a külföldi tulajdonnal magyarázott export árbevétel, a pénzeszközökkel magyarázott likviditás, az adózás és a területi elhelyezkedés 78,3%-ban magyarázzák az eladósodottságot.</i>
<i>H2: A nemzetközi tapasztalatokhoz hasonlóan, a hazai vállalkozások tekintetében is érvényesül, hogy az exogén tényezőkkel szemben az endogén, közvetlen hatást gyakorló tényezők magyarázzák jobban az eladósodottságot.</i>	ELFOGADVA	<i>T2: A nemzetközi tapasztalatokhoz hasonlóan, a hazai vállalkozások tekintetében is érvényesül, hogy az exogén tényezőkkel szemben az endogén, közvetlen hatást gyakorló tényezők magyarázzák jobban az eladósodottságot.</i>
<i>H3: A méret, tevékenység és területi elhelyezkedés alapján létrehozott vállalatcsoportok tőkestruktúrájában szignifikáns különbségeket figyelhetünk meg ahogy a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti kapcsolat erőssége is függ a vállalkozás méretétől, tevékenységi körétől és területi elhelyezkedésétől.</i>	részben ELFOGADVA, kiegészítve	<i>T3: A méret, tevékenység és területi elhelyezkedés alapján létrehozott vállalatcsoportok tőkestruktúrájában szignifikáns különbségeket figyelhetünk meg, azonban a vizsgált csoportok tőkeszerkezete és a jövedelmezősége közötti kapcsolat a legtöbb csoportban hasonló, de a méret szerinti osztályozás tekintetében jelentősebb eltéréseket mutat. Leggyengébb a kapcsolat a kisvállalkozások esetében, legerősebb pedig a nagyvállalatok esetében.</i>

<p>H4: A pénzügyi tőkeáttétel növekedésével párhuzamosan a saját tőke arányos nyereség (ROE) mutató értékének szórása megnő (az üzleti kockázat és a pénzügyi tőkeáttételből adódó pénzügyi kockázat növekedése miatt).</p>	<p>részben ELFOGADVA, kiegészítve</p>	<p>T4: A ROE átlagok (0,001-es tőkeáttételig), ezzel együtt a szórások is egy szintig csökkennek, majd 0,001-es tőkeáttételtől elkezdnek nőni mind a ROE átlagok, mind pedig ezek szórása, ugyanakkor a legmagasabb tőkeáttételekre a ROE átlaga nagyon lassú ütemű csökkenést mutat, míg a szórás további (bár csökkenő ütemű) növekedést.</p>
<p>H5: A vállalkozások teljesítményét és tőkeszerkezetét tükröző mutatószámok alapján homogén vállalati klaszterek hozhatók létre, és ezeken a klasztereken belül a tőkeszerkezet és jövedelmezőség közötti kapcsolat erőssége, illetve iránya eltérő.</p>	<p>ELFOGADVA</p>	<p>T5: A vállalkozások teljesítményét és tőkeszerkezetét tükröző mutatószámok alapján homogén vállalati klaszterek hozhatók létre, és ezeken a klasztereken belül a tőkeszerkezet és jövedelmezőség közötti kapcsolat erőssége, illetve iránya eltérő</p>
<p>H6: A banki finanszírozásnak leginkább kitett és a tőkeerős vállalkozások saját tőke arányos jövedelmezősége (ROE) jelentősen eltér, amely eltérés tevékenységi körönként különböző.</p>	<p>kivételekkel ELFOGADVA</p>	<p>T6: Minél erősebb a vállalkozások banki finanszírozásnak való kitettsége, annál nagyobb a valószínűsége a magasabb saját tőke arányos jövedelmezőség (ROE) elérésének, kivéve a D - villamosenergia-, gáz-, hőellátás, légkondicionálás; F - építőipar; Q - humán-egészségügyi, szociális ellátás ágazatokban, ahol inkább fordított az összefüggés.</p>
<p>H7: Létezik egy olyan tőkeáttételi pont, illetve eladósodottsági szint, amely felett nagy valószínűséggel a vállalkozások veszteségessége állapítható meg. Ez a tőkeáttételi pont, valamint eladósodottsági szint ágazatonként és méretkategóriánként különböző.</p>	<p>ELFOGADVA</p>	<p>T7: Létezik egy olyan tőkeáttételi pont, illetve eladósodottsági szint, amely felett nagy valószínűséggel a vállalkozások veszteségessége állapítható meg. Ez a tőkeáttételi pont, valamint eladósodottsági szint ágazatonként és méretkategóriánként különböző.</p>

Forrás: Saját szerkesztés.

4.8. Új tudományos eredmények

Empirikus kutatásom célkitűzéseinek megfelelően új tudományos eredményeim is három nagy csoportra bonthatók, egyrészt a tőkeszerkezet meghatározó tényezőihez, másrészt a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség kapcsolatrendszeréhez, harmadrészt a tőkeszerkezet optimumának meghatározásához köthetők.

Értekezésemben a korábbi, tőkeszerkezet meghatározó tényezőivel foglalkozó kutatásoktól eltérően nem a kapcsolat meglétét, illetve irányát és erősségét vizsgáltam, hanem egy magyarázó modell felállítására törekedtem. Ennek eredményei alapján a következő új eredményt fogalmaztam meg.

- 1) **A hazai és nemzetközi szakirodalmakból ismert endogén és exogén befolyásoló tényezők közül a méret, a saját tőke arányos jövedelmezőség, az eszközök összetétele által magyarázott eszköz arányos jövedelmezőség és üzleti kockázat, az állami tulajdon, a külföldi tulajdonnal magyarázott export árbevétel, a pénzeszközökkel magyarázott likviditás, az adózás és a területi elhelyezkedés 78,3%-ban magyarázzák az eladósodottságot.** A többi tényező, mint például a vállalati növekedés, hírnév, kor, vállalati életciklus csupán 21,7%-ban határozza meg az eladósodottság szintjét. Az endogén és az exogén tényezőket összehasonlítva konstatáltam, hogy a nemzetközi tapasztalatokhoz hasonlóan, **a hazai vállalkozások tekintetében is érvényesül, hogy az exogén tényezőkkel szemben az endogén, közvetlen hatást gyakorló tényezők magyarázzák jobban az eladósodottságot.**

A tőkeszerkezet és a jövedelmezőség kapcsolatának vizsgálata kapcsán az alábbi új eredményt fogalmaztam meg.

- 2) **Tevékenységi kör, valamint területi elhelyezkedés szerinti összehasonlításban nincsenek számottevő különbségeket a ROE és a tőkeáttétel kapcsolatában, de méret szerinti osztályozás tekintetében jelentősebb eltéréseket mutat, ahogy a ROE mutató szórását illetően is eltérő tendencia (csökkenés, majd növekedés) figyelhető meg a tőkeáttételi mutató értékeinek negatív, illetve pozitív tartományában.**

Az optimális tőkeszerkezet meghatározásával foglalkozó, több évtizedre visszanyúló kutatások közös konklúziója, hogy a saját és idegen források optimális aránya iparáganként, még pontosabban vállalkozásonként eltérő. Mindezek ismeretében, értekezésem célkitűzései között szerepelt, hogy meghatározzam a tőkeelemek kombinációjának, illetve az eladósodottságnak azt a szintjét, amely „vízválasztóként” értelmezhető a nyereséges, illetve veszteséges gazdálkodás között.

Ezen célhoz rendelt hipotézisem tesztelése a következő új tudományos eredmény megfogalmazását tette lehetővé, amely sok esetben a „biztonságos” (és nem feltétlenül a legjövedelmezőbb) gazdálkodáshoz nyújt támpontot, de megjegyzendő, hogy az optimális döntéshez elengedhetetlen az adott eset sajátosságainak, az aktuális piaci és egyéb körülményeknek a figyelembevétele.

- 3) A nyereséges gazdálkodás szempontjából optimális tőkeáttételi szint a [0,037 – 4,93] intervallumban található, ennek maximuma körülbelül a saját tőke tizenötszereseként határozható meg, valamint nyereséges gazdálkodást feltételezve maximum az össztőke 84%-áig érdemes eladósodniuk a vállalkozásoknak.**

5. KÖVETKEZTETÉSEK, JAVASLATOK ÉS TOVÁBBI KUTATÁSI IRÁNYOK

A kutatásom során feltárt és értekezésemben megállapított új tudományos eredmények alapján **átfogó következtetésem**, hogy a vállalkozások tőkeszerkezetének optimuma egyrészt attól függ, hogy milyen kontextusban kívánjuk azt meghatározni, másrészt pedig nem egy konkrét pontban, hanem meghatározott intervallumban keresendő, amelynek határai több (külső és belső) tényező együttes hatásának eredményeként állapítható meg, amelyek közül a belső tényezőknek, azon belüli is a jövedelmezőségnek kiemelkedő szerepe van.

Megállapítottam, hogy különböző ismérvek mentén, illetve csoportképző eljárások (klaszteranalízis) eredményeként létrehozott vállalati klaszterek között csupán valamennyi, és nem minden esetben figyelhetünk meg kirívó különbségeket. Ehhez kapcsolódóan, az értekezésben többször alkalmazott méret, területi elhelyezkedés és tevékenységi kör szerinti részletezettségben, valamint a klaszterezési eljárás eredményi alapján az alábbi konklúziókat vontam le, illetve javaslatokat teszem:

Méret alapján történő összehasonlításban arra a következtetésre jutottam, hogy annak mérési szintje nagyban befolyásolja a csoportok egymás közötti viszonyait. Vagyis a kkv törvény szerinti besorolás és a mérlegfőösszeg, vagy az értékesítés nettó árbevétele alapján meghatározott méretkategóriákba tartozó vállalkozások tőkeszerkezetének és jövedelmezőségének, illetőleg azok kapcsolatának összehasonlító elemzése eltérő eredményeket ad. Ennek okán megfontolandónak tartom a kkv törvény szerinti méretkategóriákon túl további tényezők (alkategóriák) bevonását a támogatási,- és hitelbírálati rendszerbe.

Területi elhelyezkedés szerinti összehasonlításban megállapítottam, hogy Magyarország regionális eltéréseinek ellenére sem figyelhetők meg markáns differenciák az ilyen módon csoportosított vállalkozások tőkeszerkezetének és jövedelmezőségének tekintetében. Mindebből levonható az a következtetés, hogy az alapvető különbségeket generáló foglalkoztatás, gazdasági aktivitás, illetve infrastruktúra nagyon alacsony hatással van a vállalkozások finanszírozására. Tehát ami a régiók között eltérésként fogalmazható meg, azok a tényezők nincsenek jelentős befolyással a vállalkozások mikro szintű paramétereire, azaz tőkeszerkezetére, jövedelmezőségére, vagyoni, pénzügyi helyzetére.

Tevékenységi körök összehasonlítása alapján – nem meglepő módon – a mezőgazdaság abszolút elkülönülő volta állapítható meg, ami leginkább a nagyfokú bizonytalanságot jelentő kockázati tényezőkre (többek között az időjárásra) vezethető vissza. Ezzel összefüggésben a külső finanszírozási forrásokhoz való hozzáférés nehézségei, annak kompenzálása érdekében elérhető állami támogatások nagyban befolyásolják a tőkeszerkezetet és ágazati összehasonlításban a tőkeszerkezetbeli különbségeket. Mindemellett az árbevétel (és haszonkulcs) alakulására ható „speciális” tényezők (pl. romlandó termékek, árverseny) nagy hatással vannak az ágazat jövedelmezőségére, ezen keresztül tőkeszerkezetére. Mindezekre figyelemmel az ágazat finanszírozási oldalról történő helyzetbehozásának módját a támogatások szerepének erősítésében, a beruházási hitelek kamattámogatásának növelésében látom.

A ***klaszteranalízis alapján képzett csoportok összehasonlító elemzése*** során megállapítottam, hogy a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti kapcsolat erőssége és iránya klaszterenként eltérő, amely eredmény alátámasztja a fentiekben leírt javaslatomat, amely szerint a támogatási,- és hitelbírálati szempontok többszintű rétegezése az ilyen módon elnyerhető források célzottabb kihelyezését eredményezné.

Eredményeim alapján ***a vállalkozások (pénzügyi) menedzmentje számára*** a következőket ***javaslom***:

- A vállalkozások forrásigényének felmerülésekor – a pénzügyi tudatosság jegyében – ***készítsenek terveket, tudatosan határozzák meg a forráselemek összetételét.***¹⁶ Hosszú távon mindez a vállalkozás alapvető céljának, a vállalat értékének növeléséhez, ezáltal a tulajdonosi vagyron gyarapodásához, a vállalkozások hatékonyságának növeléséhez vezethetne, amely mikro szinten a foglalkoztatás és a bérek növekedését, a vállalati versenyképesség javítását eredményezhetné, makro tekintetben pedig a GDP, a nemzeti versenyképesség javításához járulhatna hozzá. Mindebben a kontrolling tevékenység erősítésének, az elméleti modellek gyakorlatban történő alkalmazásának kiemelkedő szerep kell hogy jusson, amelyhez véleményem szerint nagyban hozzájárulhatnak a vállalkozások (és a lakosság) pénzügyi kultúrájának, a pénzügyi tudatosságnak a növelésére irányuló Kormányzati törekvések.

¹⁶ Ehhez kívánnak segítséget nyújtani – többek között – az értekezés 4. fejezetében részletezett (új tudományos) eredmények. De hangsúlyozandó, hogy mindig a konkrét eset és az aktuális körülmények alapján hozható meg az optimális döntés.

- A forráshoz jutás nehézségeinek csökkentése érdekében ***a klasszikus források mellett térképezzék fel az alternatív finanszírozási forrásokat*** is, és
- a vállalkozás jövedelmezőségének javítása érdekében – amennyiben módjukban áll – ***bátran éljenek*** a bankok által kínált, illetve egyéb ***külső forrásból származó pénzügyi lehetőségekkel***.

Eredményeim és következtetésem tükrében további kutatási irányokként fogalmaztam meg az alábbiakat:

1. A tőkeszerkezet befolyásoló tényezőinek vizsgálatába célszerű lenne bevonni a gazdaságpszichológia és gazdaságpszichológia eszközein keresztül a menedzsment döntéshozatalára ható emocionális tényezőket. Természetesen ennek vizsgálata több ponton is nehézségekbe ütközne, azonban új tudományos igényű eredményekhez vezethetne, amelyek a tudatos pénzügyi tervezés területén is hasznosíthatók lennének.
2. A tőkeszerkezet és a jövedelmezőség kapcsolatának témakörében további új tudományos eredményekhez vezethet a két tényező kauzális elemzése, az ok-okozati összefüggések feltárása. Ehhez ugyanazon vállalkozásokból álló, legalább 15 évre kiterjedő adatsor szükséges, így jelen disszertáció keretein belül – az adatokhoz való hozzáférés korlátozottsága miatt – erre nem volt lehetőségem, de hiszem, hogy a téma kutatása kapcsán mérőföldkőnek számító eredményekhez vezethetne.
3. Szintén új, a gyakorlat számára hasznos információkkal szolgálhatna a különböző finanszírozási formák eltérő kockázatából és költségéből eredően az értekezésemben is vizsgált bankhitelek mellett az egyéb hitelek, lízing, részvények, kötvények és a 2.1.1. alfejezetben részletesebben ismertetett, sharing economy modelljére épülő finanszírozási megoldások jövedelmezőségre, hatékonyságra gyakorolt hatásainak elemzése, egymással való összehasonlítása.

6. ÖSSZEFOGLALÁS

A vállalkozások tőkeszerkezetének alakítása az alapvető pénzügyi döntések közé tartozik, egyrészt a működés, illetve a növekedés finanszírozásához szükséges források biztosítása, másrészt ezek kombinációja által befolyásolt jövedelmezőség révén.

Értekezésem első felében (2. fejezet) a releváns hazai és nemzetközi szakirodalom kritikai feldolgozására fókuszáltam. Bemutattam a tőkeszerkezet vállalati stratégia megvalósításában betöltött szerepét, a pénzügyi döntések rendszerében történő elhelyezkedését. Röviden ismertettem, illetve rendszerbe foglaltam a finanszírozás fajtáit, kitértem az egyes tőkeelemek költségeire, amelyek a disszertáció egyik fő kutatási kérdésének, vagyis a tőkeszerkezet jövedelmezőséggel való kapcsolatának alapját adják. Ezt követően a tőkeszerkezettel foglalkozó elméleteket vettem górcső alá. Megállapítottam, hogy valamennyi elmélet számos egyszerűsítő feltétel mellett és mindig egy nézőpontból vizsgálja az optimális tőkeszerkezet kérdéskörét, így a gyakorlatban ezek együttes érvényesülésére aligha találunk példákat a gyakorlatban. A fejezet további részében a tőkeszerkezetet meghatározó exogén és endogén tényezőinek, az ezzel foglalkozó empirikus kutatások eredményeinek összefoglalására helyeztem a hangsúlyt, amelyek empirikus kutatásom keretében, új tudományos igényű eredményeket jelentő modell felállításának elméleti alapjait adták.

Az értekezés következő, 3. fejezetében ismertettem a kutatásom során rendelkezésemre álló adatbázisokat és az alkalmazott statisztikai módszereket.

A 4. fejezetben bemutattam kutatásom eredményeit, így különösen a hazai vállalati szektor valamennyi sajátosságát, több éven átnyúlóan elemeztem a hazai vállalkozások tőkeszerkezetének, jövedelmezőségének alakulását, tőkehelyzetük változásait. Megállapítottam, hogy a hazai, társasági adó hatálya alá tartozó, kettős könyvvitelt vezető vállalkozások tőkeszerkezetében szignifikáns változás nem történt 2010 és 2018 között. A különböző méretű vállalkozások kötelezettségállományának arányában alacsonyabb mértékű eltéréseket tapasztaltam, ahogy regionális elhelyezkedés szerinti csoportosításban is. Ezekkel ellentétben a tevékenységi körök alapján megkülönböztetett vállalkozások tőkeszerkezetében domináns különbségeket figyeltem meg.

Ebben a fejezetben foglalkoztam a hitelezés nemzetközi összehasonlításban történő vizsgálatával is és azt figyeltem meg, hogy a hazai vállalati hiteldinamika 2015 végétől erőteljes növekedésnek indult, 2016 második negyedétől érdemben magasabb, mint az Eurozónához tartozó országokban tapasztalható növekedési ütem átlaga. 2017 második felétől a V4-ek (Csehország, Lengyelország, Szlovákia és Magyarország) egyéb országaiban látott csökkenő tendenciától függetlenül is látványosan meghaladta a többi visegrádi ország hiteldinamikáját.

Szintén az eredményeket összefoglaló fejezetben kapott helyet a hipotézisek vizsgálata. A rendelkezésemre álló valamennyi társasági adóalany beszámolójának adataira támaszkodva, az SPSS és az Excel 2016 szoftverek segítségével, különböző statisztikai módszerekkel (keresztábra, asszociációs szorosság, varianciaanalízis, korreláció, útmodell, klaszter- és faktoranalízis) teszteltem a szakirodalom feldolgozás és az értekezés célkitűzései alapján felállított, a tőkeszerkezet meghatározó tényezőire, a különböző vállalkozáscsoportok tőkeszerkezete, és jövedelmezősége közötti kapcsolatra, valamint a nyereségesség szempontjából optimális tőkeáttétel és eladósodottság szintjére összpontosító hipotéziseimet.

Végül a kapott eredmények felhasználásával fogalmaztam meg új tudományos eredményeimet (4.8. alfejezet) valamint következtetéseimet, javaslataimat, és a téma kutatásának néhány további lehetséges irányát (5. fejezet).

Értekezésem egyik fő megállapítása, hogy a hazai és nemzetközi szakirodalmakból ismert endogén és exogén befolyásoló tényezők közül a méret, a saját tőke arányos jövedelmezőség, az eszközök összetétele által magyarázott eszköz arányos jövedelmezőség és üzleti kockázat, az állami tulajdon, a külföldi tulajdonnal magyarázott export árbevétel, a pénzeszközökkel magyarázott likviditás, az adózás és a területi elhelyezkedés 78,3%-ban magyarázzák az eladósodottságot. A többi tényező, mint például a vállalati növekedés, hírnév, kor, vállalati életciklus csupán 21,7%-ban határozza meg az eladósodottság szintjét. A befolyásolás mértéke alapján összehasonlítva az egyes tényezőket, statisztikailag igazoltam, hogy az exogén tényezőkkel szemben az endogén, közvetlen hatást gyakorló tényezők magyarázzák jobban az eladósodottságot.

Az eredményeim alapján arra az átfogó következtetésre jutottam, hogy a vállalkozások nyereségességének szempontjából optimális (maximális) tőkeáttétel nem egy konkrét pontban, hanem meghatározott intervallumban keresendő és ez a periódus körülbelül 5 – 15 közötti tőkeáttételi szinten determinálható.

Álláspontom szerint, eredményeim releváns információkkal bírnak a hazai vállalatok vezetői számára, különösen egy finanszírozási nehézségekkel is járó gazdasági válságban, majd az azt követő helyreállítás időszakában, de „békeidőben” is hasznosíthatók, a tulajdonosok mindenkori céljának, úgymint a vagyon, valamint a profit maximalizálásának eléréséhez.

Meggyőződésem, hogy az értekezésben megfogalmazott új tudományos eredmények segíthetik a vállalkozások (pénzügyi) menedzsmentjét az optimális pénzügyi döntések meghozatalában. Megjegyzendő ugyanakkor, hogy a disszertációban ismertetett eredmények mindig az aktuális piaci és egyéb körülmények figyelembevételével, kellő átgondolás mellett alkalmazhatóak nagy biztonsággal.

7. SUMMARY

Shaping the corporate capital structure is one of the fundamental financial decisions, as it is a means of ensuring the resources for operations and financing growth, as well as profitability, which depends on the combination of these two.

In the first part of the thesis (Chapter 2.), my focus was on the critical discussion of relevant national and international literature. I presented the role capital structure plays in the implementation of the corporate strategy, and its position in the system of financial decisions. I provided a brief overview and a system for the types of financing, detailing the costs of specific capital elements, which serve as the basis of one of the main research questions of the thesis, namely the link between capital structure and profitability. After that, I turned to the investigation of capital structure theories. I found that all of them deal with the issue of optimal capital structure using several simplifications and a single perspective; therefore, there are hardly any practical examples for how they operate in combination. In the remaining part of the chapter, I concentrated on the exogenous and endogenous factors of capital structure and the summary of relevant empirical research results, which provided the theoretical basis for creating a new scientific model in my empirical research.

In the following, third chapter of my thesis I presented the data bases available for my study and the statistical methods I applied.

I dedicated Chapter 4. to presenting my research findings, with a special focus on the specificities of the capital structure, the development of profitability and the changes of the capital position in domestic enterprises over several years. I found that there has not been any significant changes in the capital structure of domestic companies subject to corporate income tax using the double-entry system of accounting between 2010 and 2018. There were smaller changes in the ratio of liabilities according to size, as well as region. However, based on the type of activities I found dominant differences in the capital structure of corporations.

In this chapter, I also examined debt in international comparison and concluded that there was a strong growth in the domestic corporate debt dynamics from the end of 2015, showing a significantly higher rate of increase on the average than in other Eurozone countries from the second quarter of year 2016. Despite the falling trend witnessed in the other V4 countries (the Czech Republic, Poland, Slovakia and Hungary) from the second half of 2017, the domestic debt dynamics spectacularly exceeded that of the Visegrad members.

The analysis of my hypotheses can also be found in the results chapter. Based on data from all available responses by corporate income tax subjects, using the SPSS and Excel 2016 softwares, I applied different statistical methods (cross tabulation, association, variance analysis, correlation, route model, cluster and factor analysis) to test my hypotheses about the decisive factors of capital

structure, the links between the capital structure and profitability of different company types, as well as the optimal capital and debt levels from the point of view of profitability, developed based on the literature review and the thesis aims.

Finally, on the basis of the results, I formulated my new scientific findings (sub-chapter 4.8.) and conclusions, implications and suggestions for the direction of future research (Chapter 5.).

One of the main findings of the dissertation is that among the endogenous and exogenous influencing factors known in national and international literature, size, return on equity, return on assets based on asset composition and business risk, state ownership, foreign ownership based export turnover, liquidity based on financial resources, taxation and geographical location account for 78.3% of indebtedness. Other factors, such as corporate growth, fame, age, corporate life cycle only measure up to 21.7% of the debt level. Comparing the factors on the basis of the strength of influence, I statistically proved that as opposed to exogenous factors, endogenous, direct factors have a stronger effect on debt.

Based on the results, my overall conclusion is that regarding corporate profitability, optimal leverage cannot be determined as a definite value, but instead, its level can be found in a defined interval, which can be determined as the range of approximately 5-15.

I believe that my findings provide relevant information for domestic company leaders, especially in times of an economic crisis causing financing difficulties, and the forthcoming reconstruction period, as well. However, they can also prove useful in “times of peace” by helping owners achieve their ultimate goal: wealth and profit maximisation.

I am convinced that the novel scientific findings in the thesis can help company (financial) management in making optimal financial decisions. It has to be noted, however, that the findings presented in the dissertation can only be applied safely in the knowledge of current market and other circumstances, with careful consideration.

8. MELLÉKLETEK

M1: Felhasznált irodalom

1. 1996. évi LXXXI. törvény a társasági adóról és az osztalékadóról
2. 2004. évi XXXIV. törvény a kis- és középvállalkozásokról, fejlődésük támogatásáról
3. Abor, J. (2008): Determinants of the Capital Structure of Ghanaian Firms. In: *African Economic Research Consortium (AERC)*, Nairobi, Paper 176
4. Acedo-Ramírez, M. A. – Ruiz-Cabestre, F. J. (2014): Determinants of Capital Structure: United Kingdom versus Continental European Countries. In: *Journal of International Financial Management & Accounting*, 25 (3) 237-270. p.
5. Al-Thuneibat, A. (2018): The Relationship between the Ownership Structure, Capital Structure and Performance. In: *Journal of Accounting- Business & Management*, 25 (1) 1-20. p.
6. Ambrus R. A. (2015): Számvitel és adózás, különös tekintettel a nyilvántartási és adókötelezettségek kapcsolatára. In: *Gazdaság és Társadalom*, 7 (különszám) 18-32. p.
7. Ambrus R. A. (2017): Európai Unió adópolitika és nemzeti adórendszer a V4 országokban. In: Resperger R. – Czeglédy T. (szerk.): *Geopolitikai stratégiák Közép-Európában = Geopolitical strategies in Central Europe: [nemzetközi tudományos konferencia, Sopron, 2017. november 9.]*: Tanulmánykötet: Sopron, Magyarország: Soproni Egyetem Kiadó, 615-625. p.
8. Antal-Pomázi K. (2011): A finanszírozási források szerepe a kis- és középvállalkozások növekedésében. In: *Közgazdasági Szemle*, 58 (március) 275-295. p.
9. Aulová, R. – Hlavsa, T. (2013): Capital Structure of Agricultural Businesses and its Determinants. In: *Agris on-line Papers in Economics and Informatics*, 5 (2) 23-36. p.
10. Balla A. (2002): A vállalati tőkefinanszírozási döntéseket befolyásoló tényezők vizsgálata. In: *Vezetéstudomány*, 33 (7-8) 63-71. p.
11. Balla A. (2006): Tőkeszerkezeti döntések- empirikus elemzés a magyar feldolgozóipari vállalatokról 1992-2001 között. In: *Közgazdasági Szemle*, 53 (július- augusztus) 681-700. p.
12. Baloghné Balla A. – Mundaca, G. (2011): Export Market Participation and Other Determinants of Capital Structure: The Case of Hungarian Manufacturing Firms. In: (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1929170)

13. Baloghné Balla A. – Mundaca, G. (2015): Az exporttevékenység tőkeszerkezeti döntésre gyakorolt hatása: empirikus vizsgálat a magyar feldolgozóipari vállalatok esetében. In: Bélyácz I. (szerk.): *A vállalati növekedés tapasztalatai az 1993-2012 közötti időszakban*. Akadémia Kiadó 132-181. p.
14. Baloghné Balla A. (2005): Empirikus vizsgálat a magyar feldolgozóipari vállalatok és tőzsdei cégek tőkeszerkezetéről. Ph.D értekezés. PTE Közgazdaságtudományi Kar
15. Bancel, F. – Mittoo, U. R. (2010): Financial flexibility and the impact of global financial crisis: Evidence from France.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1587302
16. Baranyi A. (2019): A magyarországi KKV szektor vizsgálata faktor és klaszterelemzéssel. In: Ormos M. – Antalík I. (szerk.): *Tőkepiaci befektetések a V4 országokban*. Selye János Egyetem ISBN: 978-80-8122-344-0 9-22. p.
17. Baranyi A. – Csernák J. – Pataki L. – Széles Zs. (2012): A magyar mezőgazdasági vállalkozások vagyoni, pénzügyi helyzetének elemzése, összehasonlítva az erdőgazdálkodást folytató vállalkozások teljesítményével. In: *Közgazdász Fórum*, 15 (105) 53-80. p.
18. Baranyi A. – Pataki L. (2002): The theoretical and practical problems of financing agri-enterprises supported by examples in Heves county. In: *BULLETIN OF THE SZENT ISTVÁN UNIVERSITY (GÖDÖLLŐ)* 147-156. p.
19. Baranyi A. – Széles Zs. – Pataki L. – Kovács T. (2011): Corporate Liquidity and Cash Management. In: Andrassy A. (szerk.): *"Hitel, Világ, Stádium" Nemzetközi Tudományos Konferencia tanulmánykötete [Publications of the International Scientific Conference "Credit, World, Stage"]*: Konferencia a Magyar Tudomány Ünnepe alkalmából 1-7. p.
20. Beck, T. – Levine, R. – Loayza, N. (2000): Finance and the sources of growth. In: *Journal of Financial Economics*, 58 (1–2) 261–300. p.
21. Békés G. – Halpern L. – Muraközy B. (2013): Külkereskedelem és a vállalatok közötti különbségek. In: *Közgazdasági Szemle*, 60 (január) 1-24. p.
22. Belovecz M. – Borszéki É. (2013): Osztalékfizetési politika a különböző méretű mezőgazdasági vállalkozásoknál. In: *Gazdálkodás* 57 (1) 42-57. p.
23. Bélyácz I. (2007): A vállalati pénzügyek alapjai. Budapest: Aula Kiadó 367-369. p.
24. Bélyácz I. (2013): A befektetések és a tőkepiac. Magyarország: Akadémia Kiadó p. 101.

25. Bernardo, C. J. – Albanez, T. – Securato, J. R. (2018): Macroeconomic and Institutional Factor, Debt Composition and Capital Structure of Latin American Companies. In: *Brazilian Business Review* (BBR) 15 (2) 152-174. p.
26. Bevan, A. – Danbolt, J. (2002): Capital structure and its determinants in the UK- a decompositional analysis. In: *Applied Financial Economics*, 12 (3) 159-170. p.
27. Béza D. – Csákiné Filep J. – Csapó K. – Csubák T. K. – Farkas Sz. – Szerb L. (2013): Kisvállalkozások finanszírozása. [H.n.] Perfekt Kiadó
28. Bodnár K. (2009): Exchange rate exposure of Hungarian enterprises – results of a survey. July 2009. MNB Occasional Papers. 2009/80
29. Bodnár K. – Kovalszky Zs. – Kreiszné Hudák E. (2014): A válságból történő kilábalás és a hitelezés kapcsolata. In: *Hitelintézeti Szemle*, 13 (4) 57-87. p.
30. Borszéki É. (1998): Agrárfinanszírozás az EU-csatlakozás tükrében. Georgikon Napok, Keszthely 1998. szeptember. Konferencia előadás
31. Borszéki É. (2003): Az agrárágazat jövedelmezőségi és felhalmozási viszonyai. In: *Gazdálkodás*, 47 (4) 2-14. p.
32. Borszéki É. (2008): A jövedelmezőség és a tőkeszerkezet összefüggései a vállalkozásoknál. In: *Bulletin of the Szent István University, Special Issue Part II*. Gödöllő, 391-401. p.
33. Brealey, Richard A. – Myers, Stewart C. (2011): Modern vállalati Pénzügyek. Budapest: Panem Kiadó
34. Chikán A. (2013): Vállalatgazdaságtan. Aula Kiadó. Budapest. 616. p. 506. p.
35. Colombo, E. (2001): Determinants of corporate capital structure: evidence from Hungarian firms. In: *Applied Economics*, 33 (13) 1689-1701. p.
36. Cornelli, F. – Portes, R. – Schaffer, M. (1996): The Capital Structure of Firms in Central and Eastern Europe. In: *CEPR Discussion Papers* No. 1392
37. Czakó E. – Reszegi L. (szerk.) (2010): Nemzetközi vállalatgazdaságtan. Alinea Kiadó. Budapest. pp. 620. p. 174.
38. Czalleng Á. (2013): Flexibilitás hatása a tőkeszerkezetre. In: *E-CONOM* 2 (2) 128-140. p. (http://epa.oszk.hu/02300/02301/00004/pdf/EPA02301_e-conom_2013_02_10.pdf)
39. Cziráki P. (2007): A tőkestruktúra empirikus vizsgálata a magyar és az osztrák tőzsdén jegyzett vállalatok körében. In: *Közgazdasági Szemle*, 54 (július-augusztus) 703-715. p.

40. Csermely Á. (1996): A vállalkozások banki finanszírozása Magyarországon 1991-1994, MNB Füzetek, Magyar Nemzeti Bank Budapest
41. Csermely Á. – Vincze J. (1999): Leverage and foreign ownership in Hungary. In *NBH Working Paper* 1991/1
42. Csernák J. – Konecsny J. (2013): Vállalati eredményesség és jövedelmezőség vizsgálat az iparági hovatartozás kontextusában. In: *Acta Carolus Robertus* 3 (2) 95-104. p.
43. Csiszárík- Kocsir Á. – Varga J. (2015): Tudatos vállalati finanszírozás az alkalmazott finanszírozási stratégiák tükrében. In: Tompos A.- Ablonczyné Mihályka L. (szerk.): „Kitekintés- 25 éves a győri közgazdászképzés”: *Kautz Gyula Emlékkonferencia*. Konferencia helye, ideje: Győr, Magyarország, 2015.06.11. http://kgk.sze.hu/images/dokumentumok/kautzkiadvany2015/Csiszarik_varga.pdf
44. Csubák T. K. – Fejes J. (2014): A magyar kkv-k 21. századi banki finanszírozásának áttekintése és kiútkeresés a hitelválság csapdájából. In: *Hitelintézeti Szemle*, 13(2) 174-194. p.
45. de Haas, R. – Peeters, M. (2006): The dynamic adjustment towards target capital structures of firms in transition economies. In: *Economics of Transition*, 14 (1) 133-169. p.
46. DeAngelo, H. – Masulis, R.W. (1980): Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. In: *Journal of Financial Economics*, (8) 3-29. p.
47. Drobetz, W. – Pensa, P. – Wöhle, C. B. (2006): Kapitalstrukturpolitik in Theorie und Praxis: Ergebnisse einer Fragebogenuntersuchung. In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 76 (3) 253-285. p.
48. Dupcsák Zs. – Baranyi A. – Dunay A. – Pataki L. (2019): Analysis of the special features of capital structure of SMEs in Heves Country. In: Illés, B. Cs. (szerk.): *Proceedings of the International Conference on Management: “People, Planet and Profit: Sustainable business and society”*: Volume I Gödöllő, Magyarország : Szent István Egyetemi Nonprofit Kiadó Kft, 54-61. p.
49. Durand, D. (1952): Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. In: *NBER Conference on Research in Business Finance*, 215-262. p.
50. E. Szabó L. – Gyenis B. – Gyenis Z. – Rédei M. – Szabó G. (2010): Korrelációk kauzális magyarázata. In: *Filozófiai Szemle*, 3 (54) 78–97. p.

51. Éltető A. – Udvari B. (2018): Nemzetköziesedés a válság után – a Magyar kis- és középvállalatok exportjára ható tényezők. In: *Közgazdasági szemle*, 65 (április) 402-425. p.
52. Európai Bizottság (2013): Macroeconomic imbalances Hungary 2013, Occasional papers 137.
53. Fábíán G. – Hudecz A. – Szigel G. (2010): A válság hatása a vállalati hitelállományokra Magyarországon és más kelet- közép- európai országokban. In: *Hitelintézeti Szemle*, 9 (5) 445-462. p.
54. Faccio, M. – Xu, J. (2015): Taxes and Capital Structure. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50 (3) 277-300. p.
55. Faccion, M. – Xu, J. (2018): Taxes, Capital Structure Choices, and Equity Value. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53 (3) 967-995. p.
56. Forgács A. – Futó P. (2014): Gabonatermesztő gazdaságok tőkeszerkezetének és jövedelmezőségének összefüggései. In: Solt K. (szerk.): *Alkalmazott tudományok I. fóruma: Konferenciakötet BGF*, Budapest, konferencia helye, ideje: Budapest, Budapesti Gazdasági Főiskola, 2014.03.13.-2014.03.14. 59-78. p.
57. Forte, D. – Barros, L. A. – Nakamura, W. T. (2013): Determinants of the Capital Structure of Small and Medium Size Brazilian Enterprises. In: *Brazilian Administration Review (BAR)*, 10 (3) 347-369. p.
58. Földi P. (2015): Relation of the capital structure and profitability based on literature. In: *Studia Mundi – Economica* 2 (2) 61-69. p.
59. Freedman, D. A. – Pisani, R. – Purves, R. (2005): Statisztika, Typotex Kiadó, ISBN: 978-963-9548-63-3
60. Füstös L. – Kovács E. – Meszéna G. – Simonné Mosolygó N. (2007): Alakfelismerés. Sokváltozós statisztikai módszerek. Budapest: Új Mandátum Könyvkiadó.
61. Gál V. (2013): A magyar kis- és középvállalkozások tőkeszerkezetének sajátosságai. Ph.D értekezés. KE Gazdaságtudományi Kar
62. Gordon, R. H.- Lee, Y. (1999): Do Taxes Affect Corporate Debt Policy? Evidence from US Corporate Tax Return Data. *NBER Working Paper* No. 7433 1-23. p.
63. Gyulai L. (2011): Kis- és középvállalkozások üzletfinanszírozása. Budapest: Saldo Kiadó.

64. Gyurcsik P. – Tóth R. (2019): Modern financing solutions. In: Ormos M. – Antalík I. (szerk.): *Tőkepiaci befektetések a V4 országokban*. Selye János Egyetem ISBN: 978-80-8122-344-0, 75-82. p.
65. H. Nagy D. (2015): Növekedési adóhitel szabályai. In: *Adóvilág*, 19 (13-14) 91-98. p.
66. Hall, G. – Hutchinson, P. – N. Michaelas, N. (2004): Determinants of the capital structure of European SMEs. In: *Journal of Business Finance & Accounting*, 31 (5-6) 711-728. p.
67. Hart, O. (1995): *Firms, Contracts, and Financial Structure*. New York: Oxford University Press, USA.
68. Havran D. – Kerényi P. – Vig A. (2017): Szállítói finanszírozás vagy bankhitelek? – A magyar vállalatok 2010 és 2015 közötti tanulságai. In: *Hitelintézeti Szemle*, 16 (4) 86-121. p.
69. Hegedüs Sz. (2016): Önkormányzati tulajdonú gazdasági társaságok eladósodási folyamatainak és tőkeszerkezetének vizsgálata Magyarországon. Ph.D értekezés. SZIE Gazdálkodás és Szervezéstudományok Doktori Iskola
70. Hegedüs Sz. – Zéman Z. (2016): Tőkeszerkezeti elméletek érvényesülésének vizsgálata a hazai önkormányzati tulajdonú gazdasági társaságok körében. In: *Statisztikai Szemle*, 94 (10) 1032-1049. p.
71. Herczeg A. (2009): A tőkeszerkezet és a jövedelmezőség kapcsolat mezőgazdasági vállalkozásokban. In: *Gazdálkodás*, 53 (6) 570-476. p.
72. Herczeg A. (2009): Társas mezőgazdasági vállalkozások forrás- és tőkeszerkezetének elemzése 2002-2006 között. Ph.D értekezés. DE Gazdálkodástudományi és Vidékfejlesztési Kar
73. Hermann S. (2012): *Hidden Champions: Aufbruch nach Globalia – Die Erfolgsstrategien unbekannter Weltmarktführer*. Campus Verlag, Frankfurt. 447. p. 342. p.
74. Hernádi P. (2014): Theory and practice of capital structure in Central and Eastern Europe. Ph.D értekezés, BME Gazdálkodás- és Szervezéstudományi Doktori Iskola
75. Hezam L. – Pataki L. – Tóth R. (2017): A hazai kis-és középvállalkozások pénzügyi helyzetének controlling elemzése a növekedési stratégia tükrében. In: *Controller Info*, 5 (2) 48-54. p. DOI: 10.24387/CI.2017.2.8
76. Hidasi B. – Papp I. (2015): A japán bankrendszer átalakulásának főbb állomásai. In: *Hitelintézeti Szemle*, 14 (Különszám) 116-132. p.

77. Hirota, S. (1999): Are Corporate Financing Decisions Different in Japan? An Empirical Study on Capital Structure. In: *Journal of the Japanese and International Economies*, 13 (3) 201-229. p.
78. Horváth K. (2016): Szimbiotikus és parazita pénzkímélő technikák a hazai kkv-k körében. In: *Marketing & Menedzsment* 50 (1) 36-52. p.
79. Illés B. Cs. – Hustiné Béres K. – Dunay A. – Pataki L. (2011): Impacts of tax systems on the competitiveness of small and medium enterprise in CEE countries. In: Riner, S. – Petr, C. (szerk.): *Conference Proceedings of 19th Annual Conference on Marketing and Business Strategies for Central & Easter Europe*, Vienna, Ausztria: Institute for Export Management Vienna University of Economics and Business, 145-156 p.
80. Illés Ivánné – Gyulai L. – Lauf L. (2013): A vállalkozásfinanszírozás alapjai. Budapest: Saldo Kiadó.
81. Jensen, M. C. (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. In: *The American Economic Review*, 76 (2) 323-329. p.
82. Jensen, M. C.- Meckling, W. (1976): Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure. In: *Journal of Financial Economics*, 3 (4) 305-360. p.
83. Katits E. (1997): A vállalati tőkestruktúra és az adók összefüggései. In: *Bankszemle*, 41 (9-10) 76-86. p.
84. Katits E. (1998): A vállalati tőkestruktúra. Pécs: Janus Pannonius Egyetemi Kiadó
85. Katits E. – Szemán J. (2017/a): A magyar vállalati szektor tőkeszerkezetének elemzése 1993-2014 között a TOP 5000 adatbázis alapján. In: *Pénzügy- számvitel- statisztika füzetek II. 2016*. Miskolci Egyetemi Kiadó. 65-80. p.
86. Katits E. – Szemán J. (2017/b): A tőkestruktúra vizsgálata a magyar nemzetgazdaságban, avagy a finanszírozás [de]konjunktúrában. In: Zéman Z. (szerk.): *Évtizedek a számvitelben: Controller Info Tanulmánykötet*. Budapest: Copy & Consulting Kft., 103-116. p.
87. Katits E. – Szemán J. – Varga E. (2017): A vállalati tőkefinanszírozási kutatás eredményei – Elmélet versus gyakorlat. Sopron: Soproni Egyetem Kiadó p. 6
88. Kiraci, K. – Aydin, N. (2018): Determinants of capital structure: empirical evidence from traditional airlines. In: *International Journal of Economics and Administrative Studies*, (21) 173-186. p.
89. Korzh, N. (2015): The evolution of capital structure theories and their classification. In: *Socio-Economic Problems & the State*, 12 (1) 182-189. p.

90. Kovács L. (2012): Banki különadók az Európai Unióban. In: *Pénzügyi Szemle*, 57 (3) 355-367. p.
91. Kozma T. – Gyenge B. – Tóth R. – Mester É. (2016): A hazai vállalkozások finanszírozási gyakorlata. In: Fenyvesi É.- Vágány J. (Szerk.): *Korkép XXI. századi kihívások*. Budapest: Budapesti Gazdasági Egyetem, 114-145. p.
92. Krénusz Á. (2005/a): A tőkeszerkezet meghatározó tényezői. In: Botos Katalin (szerk.): *Pénzügyek és globalizáció. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2005*. Szeged: JATEPress, 277-284. p.
93. Krénusz Á. (2005/b): Bevezetés a tőkeszerkezet meghatározó tényezőinek elméletébe és gyakorlatába. In: *Hitelintézeti Szemle*, 4 (2) 15-35. p.
94. Krénusz Á. (2007): A vállalati tőkeszerkezet meghatározó tényezőinek új modellje és annak vizsgálata Magyarország példáján. Ph.D. értekezés. BCE Gazdálkodástani Doktori Iskola
95. Kulathunga, K. M. K. N. S. – Perera, L. A. S. – Anagipura, G. N. (2017): The Relationship between Capital Structure and Ownership Structure: Evidence form Listed Companies in Hotel and Manufacturing Sectors in Sri Lanka. In: *Kelaniya Journal of Management* 6 (2) pp. 33-51
96. La Porta, R. – Lopez-de-Silanes, F. – Shleifer, A. – Vishny, R.W. (1996): Law and finance. NBER Working Paper 5661.
97. László A. (2016): A Növekedési Hitelprogram hatása a magyar gazdaságra. In: *Hitelintézeti Szemle*, 15 (4) 65-78. p.
98. Lentner Cs. (2016): Rendszerváltás és pénzügypolitika. Budapest: Akadémia Kiadó, p. 23.
99. LeThi, P. V. – PhanThi, B. N. (2017): Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. In: *Research in International Business and Finance*, Vol. 42. 710-726. p.
100. Maddala, G. S. (2004): Bevezetés az ökonometriába. Budapest: Nemzeti Tankönyvkiadó
101. Magyar Nemzeti Bank (2019): Hitelezési Folyamatok 2019. március p. 12.
102. Magyar Nemzeti Bank (2019): Pénzügyi Stabilitási Jelentés 2019. december p. 18.

103. Magyar Nemzeti Bank (2019): Sajtóközlemény:
<https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlemenyek/2019-evi-sajtokozlemenyek/az-mnb-a-rendszerkockazati-tokepuffer-felulvizsgalata-utjan-ellenoszttonzi-a-deviza-projekthitelekbol-eredo-rendszerkockazatok-kialakulasat>
 letöltve: 2020. 02. 09. 19:12
104. Magyar Nemzeti Bank (2020/a): <https://www.mnb.hu/koronavirus/hirek/a-vallalati-es-a-haztartasi-hitelezes-is-szamottevoen-bovult-2020-elso-negyedeveben-a-koronavirus-jarvany-meg-nem-gyakorolt-erdemi-hatast> letöltve: 2020. 07. 05. 11:07
105. Magyar Nemzeti Bank (2020/b): Hitelezési Folyamatok 2020. szeptember p. 7.
106. Mansur, H. – Tangl, A. (2018): The Effect of Corporate Governance on the Financial Performance of Listed Companies in Amman Stock Exchange (Jordan). In: *Journal of Advanced Management Science*, 6 (2) 97-102. p.
107. Matolcsy Gy. (2015): *Növekedés és egyensúly*. Budapest: Kairosz Könyvkiadó Kft.
108. Mester, É. – Tóth, R. – Kozma, T: (2017): Banking Competitiveness, In: Takács István (szerk.) *MANAGEMENT, ENTERPRISE AND BENCHMARKING (MEB) 2017: "Global challenges, local answers"*. Konferencia helye, ideje: Budapest, Magyarország, 2017.04.28-2017.04.29. Budapest: Óbudai Egyetem Keleti Károly Gazdasági Kar 258-276. p.
109. Mikolasek A. – Sulyok-Pap M: (1996): *A vállalatfinanszírozás elméleti kérdései*. Budapest.
110. Miller, M. H. (1977): Debt and Taxes. In: *The Journal of Finance*, 32(2) 261-275. p.
111. Modigliani, F. – Miller, M. H. (1958): The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. In: *The American Economic Review*, 48 (3) 261-297. p.
112. Modigliani, F. – Miller, M. H. (1963): Corporate Income Taxes and the Cost of Capital. A Correction. In: *The American Economic Review*, 53 (3) 433-443. p.
113. Moore, W. (1986): Asset composition, bankruptcy costs and the firm's choice of capital structure. In: *Quarterly Review of Economics and Business*, 26 51-61. p.
114. Myers, S. C. (1984): The capital structure puzzle. In: *Journal of Finance*, 39 (3) 575-592. p.
115. Nagy I. (2013): A sikeres vállalkozások pénzgazdálkodása és pénzügyi tervezése. In: *Vállalkozásfejlesztés a XXI. században konferencia tanulmánykötet*, Budapest, 29 p.

116. Németh T. – Gyurcsik P. (2019): Analysis of the capital structure of the Swedish SME sector between 2009 and 2017. In: Dunay, Anna (szerk.): *Proceedings of the 9th International Conference on Management: "People, Planet and Profit: Sustainable business and society": Volume II* Gödöllő, Magyarország: Szent István Egyetemi Nonprofit Kiadó Kft, 2-8. p.
117. Némethné Gál A. – Sinkovics A. (2007): A Magyarországon működő nem pénzügyi vállalkozások forrás- és tőkeszerkezetének empirikus vizsgálata, 1995-2003. In: *Közgazdasági Szemle*, 54 (április) 350-375. p.
118. Nivorozhkin, E. (2002): Capital structure in emerging stock markets: the case of Hungary. In: *The Developing Economics*, 40 (2) 166-187. p.
119. Nivorozhkin, E. (2003): The dynamics of capital structure in transition economies. In: *Bank of Finland, Institute in Transition. BOFIT Discussion Paper* (2)
120. Oino, I. – Ukaegbu, B. (2015): The impact of profitability on capital structure and speed of adjustment: An empirical examination of selected firms in Nigerian Stock Exchange. In: *Research in International Business and Finance*, 35 111-121 p.
121. Oláh J. – Popp J. – Erdei E. – Kovács S. (2020): A gazdasági és pénzügyi kockázatok értékelése a Visegrádi együttműködés országainak és Szerbia kis- és középvállalatainál. In: *Logisztikai Évkönyv 2020*: Magyar Logisztikai Egyesület 125-135. p.
122. Olokoyo, F. O. (2013): Capital Structure and Corporate Performance of Nigerian Quoted Firms: A Panel Data Approach. In: *African Development Review*, 25 (3) 358-369 p.
123. Özer, G. – Özen, A. K. (2017): Ownership structure in BIST – Capital structure relation Granger causality test a comparative application between BIST industrial index and service index. In: *Journal of Economics Bibliography*, 4 (4) 357-374. p.
124. Palacín-Sánchez, M. J. – Ramírez-Herrera, L. M. – di Petro, F. (2013): Capital structure of SME sin Spanish regions. In: *Small Business Economics*, 41 (2) 503-519. p.
125. Pálinkó É. – Szabó M. (2006): *Vállalati pénzügyek*. Budapest: Typex Kiadó.
126. Pataki L. (2003.): *A tőkeellátás és a tőkeszerkezet változása és annak hatása a Heves megyei agrár-vállalkozások gazdálkodására*. Ph.D. értekezés. SZIE Közgazdasági Doktori Iskola
127. Pataki L. – Léglér N. (2013): A tőkehelyzet és a tőkeszerkezet változása, s annak hatásai a GYSEV Zrt. gazdálkodására. In: *Gazdaság és Társadalom*, 5 (1) 51-64. p.

128. Pratt, S. P. – Grabowski, R. J. (2010): *Cost of Capital*. New Jersey: John Wiley & Sohns, Inc. p. 4.
129. Psillaki, M. – Daskalakis, N. (2009): Are the determinants of capital structure country of firm specific? Evidence from SMSs. In: *Small Business Economics*, 33 (3) 319-333. p.
130. Rajan, R. G. – Zingales, L. (1995): What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from international Data. In: *Journal of Finance*, 50 (5) 1421-1460. p.
131. Rajan, R. G. – Zingales, L. (1998): Financial Dependence and Growth. In: *The American Economic Review*, 88 (3) 559-586 p.
132. Revoltella, D. (1998): *Financing Enterprises in the Czech Republic: the importance of firm specific variables*. Gennaio: University of Ancona
133. Ross, S. A. (1985): Debt and taxes and uncertainty. In: *Journal of Finance*, 40 (3) 637-657. p.
134. Ross, S. A. – Westerfield, R. W. – Jordan, B. D. (2010): *Fundamentals of Corporate Finance*. McGraw-Hill
135. Sajtos L. – Mitev A. (2007): *SPSS kutatási és adatelemzési kézikönyv*. Budapest: Alinea Kiadó, 283-285. p.
136. Salawu, R. O. (2007): An Empirical Analysis of the Capital Structure of Selected Quoted Companies in Nigeria. In: *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 1(1) 16-28. p.
137. Šarlija, N. – Hrc, M. (2016): Capital Structure Determinants of Small and Medium Enterprises in Croatia. In: *Managing Global Transitions*, 14 (3) 251-266. p.
138. Saunders, M. – Lewis, P. – Thornhill, A. (2016): *Research methods for business student*. L.E.G.O. S.p.A., Italy 541. p.
139. Scott, J. H. (1977): Bankruptcy, secured debt and optimal capital structure. In: *Journal of Finance*, 52 (2) 737-783. p.
140. Shapiro, A. C. (1989): *Modern Corporate Finance*. New York: MacMillan
141. Siklós M. – Mladonyiczki B. (2016): *Különadók szerepe az adózásban- Tanulmány*. Budapest: Leitner + Leitner Tax Adótanácsadó Kft.
142. Sinkovics A. (2005): A vállalkozások tőkeszerkezetének változása Magyarországon – 1995-2002. In: *Tudományos Közlemények*, 13 (szeptember) 33-44. p.

- 143.Sisa K. (2009): Összefüggések a vállalat értéke és tőkeszerkezet között Miller- Modigliani nyomán. In: Majoros P. (Szerk.): *Tudományos évkönyv 2008- Kultúraközi párbeszéd az üzleti világban*. Budapest: Budapesti Gazdasági Főiskola. 179-189. p.
- 144.Sóvágó S. (2011): Keresleti és kínálati tényezők a vállalati hitelezésben. In: *Hitelintézeti Szemle*, 12 (5) 412-429. p.
- 145.Stekla, J. – Grycova, M. (2016): The relationship between profitability and capital structure of the agricultural holdings in the Czech Republic. In: *Agricultural Economics*, 62 (9) 421-428. p.
- 146.Székelyi M. – Barna I. (2004): *Túlélőkészlet az SPSS-hez*. Budapest: Typotex
- 147.Szemán J. (2005): Hipotézisek és tapasztalatok a vállalati tőkestruktúráról. In: *Gazdaságtudományi Közlemények*, 4 (1) 65-72. p.
- 148.Szemán J. (2008.): A magyar vállalati szektor tőkeszerkezetének elemzése 1992-2003 között. Ph.D. értekezés. ME Vállalkozáselmélet és gyakorlat Doktori Iskola
- 149.Szemán J. (2016): A vállalati tőkeszerkezet információelméleti megközelítései. In: Gramantik Cs. (szerk.): *Pénzügy- számvitel- statisztika füzetek 2015*. Miskolc: Miskolci Egyetemi Kiadó, 100-111. p.
- 150.Szemán J. (2017/a): Tőkeszerkezet elméletek érvényesülése a szolgáltató szektorban. In: *Controller Info*, 5 (3) 50-61. p.
- 151.Szemán J. (2017/b): Relevance of Capital Structure Theories in the Service Sector. In: *Theory Methodology Practice: Club of Economics in Miskolc*, 13 (1) 53-64. p.
- 152.Szerb L. – Csapi V. – Márkus G. (2013): Kifizetődő-e a magyar kisvállalatok számára a nemzetköziesedés? Közgazdász Vándorgyűlés, Békéscsaba – Gyula 2013. szeptember 26-28. http://www.mkt.hu/vandorgyules/2013/Szerb_Laszlo.pdf (letöltve: 2020. 05. 23.)
- 153.Szórádiné Szabó M. (2004): Vállalatfinanszírozás és finanszírozási szerkezet. A VIII. Ipar- és Vállalatgazdasági Konferencia Előadásai Pécs, 2004.10.21-22. ISBN: 963 7128 565, 369-376. p.
- 154.Szórádiné Szabó M. (2005): Tulajdonosi érdek, kontroll és vállalati teljesítmény In: Vigvári A. (szerk.) *Pénzügyi ellenőrzés – egy funkció több szerepben*, BME Pénzügyi és Számviteli Tanszék, 82-94. p.
- 155.Szücs G. (2015): A magyarországi járműgyártás jövedelmezőségének és forrásszerkezetének statisztikai elemzése. In: *Közgazdász Kutatók és Doktoranduszok II. Téli Konferenciája Tanulmánykötet*, 295-305 p.

- 156.Szücs G. (2018): A magyarországi kis- és középvállalkozások tőkeszerkezetének a vizsgálata és összehasonlítása a nemzetközi trendekkel. Ph.D értekezés. SZIE Gazdálkodás és Szervezéstudományok Doktori Iskola
- 157.Szücs I. (Szerk.) (2004): Alkalmazott statisztika. Budapest: Agroinform.
- 158.Țaga, L. A. – Stănică, F. A. (2016): Capital Structure: An Overview for Romanian Listed Companies on Reputation, Size and Profitability. In: *Proceedings of the International Multidisciplinary Scientific Geo Conference SGEM*, 3 () 63-70. p.
- 159.Takács I. (2012): A KKV-k tőkeszerkezet és finanszírozása az Észak-magyarországi Régióban. In: Magda S. - Dinya L. (szerk.): *Zöld gazdaság és versenyképesség?: XIII. Nemzetközi Tudományos Napok, Gyöngyös, 2012. március 29-30.* 797-805. p.
- 160.Taralik K. – Baranyi A. (2014): Tőkeerősség vizsgálat a hevesi és bátonyterenyi kistérség vállalkozásainak körében. In: Takácsné, György Katalin (szerk.): *Az átalakuló, alkalmazkodó mezőgazdaság és vidék: tanulmányok: XIV. Nemzetközi Tudományos Napok: Gyöngyös, 2014. március 27-28.* Gyöngyös, Magyarország: Károly Róbert Főiskola, (2014) pp. 1449-1457., 9 p.
- 161.Tétényi Z. – Gyulai L. (2001): Vállalkozásfinanszírozás. Budapest: Saldo Rt.
- 162.Tóth É. A. (2012): Az európai bankrendszer koncentrációs folyamatának következményei M&As, teljesítmény, verseny és bankválság. Ph.D. értekezés. BCE Nemzetközi kapcsolatok Doktori Iskola
- 163.Tóth M. (2007): A kis- és középvállalkozások finanszírozásának tapasztalatai Kelet- Közép Európában. In: *Tudományos Közlemények 2007/17.* Budapest: Általános Vállalkozási Főiskola, 249-258. p.
- 164.Tóth M. (2014): Válság hatása a kisvállalkozásokra- pénzügyi megközelítésben. In: *XXI. Század- Tudományos Közlemények 2014/30.* Budapest: Általános Vállalkozási Főiskola 39-54. p.
- 165.Tóth R. (2016): A magyarországi kis- és közepes vállalkozások regionális különbségei. In: Csath M. (szerk.): *Regionális versenyképességi tanulmányok.* Budapest, NKE Szolgáltató Nonprofit Kft., 143-180. p.
- 166.Tripathi, V. (2019): Agency theory, ownership structure and capital structure: an empirical investigation in the Indian automobile industry. In. *Asia-Pacific Management Accounting Journal*, 14 (2) 1-20. p.

167. Túróczi I. (2013): A kontrolling rendszerek alkalmazásának lehetősége az agrártermelésben. In: Tóth Éva (szerk.): *A jövő farmja. 55. Georgikon Napok nemzetközi tudományos konferencia*. Keszthely, 2013. szeptember 26–27. Kivonat kötet. Programfüzet, valamint az elhangzó és poszter előadások rövid kivonatainak gyűjteménye. = 55th Georgikon Scientific Conference. 112 p. Konferencia helye, ideje: Keszthely, Magyarország, 2013.09.26-2013.09.27. Keszthely: Pannon Egyetem Georgikon Kar, 2013. p. 102.
168. Túróczi I. (2016): A versenyképességre ható tényezők a makrogazdaságban és a vállalkozások szintjén In: Gyenge Balázs – Kozma Tímea – Tóth Róbert (szerk.): *Folyamatmenedzsment kihívásai; Versenyképességi tényezők a 21. században*, Szent István Egyetem, Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar, Üzleti Tudományok Intézete, Tevékenység-menedzsment és Logisztika Tanszék, 37-49. p.
169. Varga Z. (2015): A kis- és középvállalkozások tőkeszerkezet és finanszírozási problémái. In: *TAYLOR: gazdálkodás és szervezéstudományi folyóirat*, 7 (1-2) 91-102. p.
170. Vecsenyi J. (2009): Kisvállalkozások indítása és működtetése. [H.n.]: Perfekt Kiadó.
171. Virág M. (2013): Pénzügyi elemzés, csődelőrejelzés, válságkezelés. Kossuth Kiadó, Bp.
172. Volkart, R. – Wagner, F. (2014): *Corporate Finance, Grundlagen von Finanzierung und Investition*, 6. überarbeitete und aktualisierte Auflage, Versus Verlag AG, Zürich
173. Wahba, H. (2014): Capital structure, managerial ownership and firm performance: evidence from Egypt. In: *Journal of Management and Governance*, 18 () 1041-1061. p.
174. Walter Gy. (2017): A projektfinanszírozás kockázata – nemzetközi és hazai tapasztalatok. In: *Pénzügyi Szemle*, 62 (4) 549-567. p.
175. Walter Gy. (2019): Vállalati és projekt devizahitelek alakulása és kockázata Magyarországon. In: Bodzási B. (szerk.): *Devizahitelezés Magyarországon – A devizahitelezés jogi és közgazdasági elemzése*. Budapest: Budapesti Corvinus Egyetem, Komáromi Nyomda és Kiadó Kft., 401-415. p.
176. Warner, J. B. (1977): Bankruptcy cost: Some evidence. In: *Journal of Finance*, 32 (2) 334-347. p.
177. Williamson, O. E. (1998): The Institutions of Governance. *The American Economic Review*

178. Winborg, J. – Landström, H. (2001): Financial bootstrapping in small businesses: Examining small business managers' resource acquisition behaviors. In: *Journal of Business Venturing*, 16 (3) 235-254. p.
179. Yildirim, R – Masih, M. – Bacha, O. I. (2018): Determinants of capital structure: evidence from Shari'ah compliant and non-compliant firms. In: *Pacific-Basin Finance Journal*, 51 () 198-219. p.
180. Zéman Z. – Bács Z. – Lukács J. – Túróczi I. (2016): A pénzügyi kimutatásokból számítható mutatószámok korlátai. In: *Controller Info* 4 (2) 13-16. p.
181. Zéman Z. – Tóth A. (2017): Stratégiai pénzügyi controlling és menedzsment. Akadémia kiadó, ISBN: 978 963 454 068 7
182. Zsombori Zs. (2015): A kis- és középvállalkozások hitelezésének aktuális tapasztalatai. In: *Competitio*, 14 (1) 70-96. p.
183. Zsupanekné Palányi I. (2005): A fenntartható növekedés makrogazdasági és vállalati szinten. In: *EU Working Papers*. 8 (4) 49-59. p.
184. Zsupanekné Palányi I. (2010): A vállalati növekedés mérésének problematikája. In: Majoros P. (Szerk.): *Tudományos évkönyv 2009- Válság és megújulás*. Budapest: Budapesti Gazdasági Főiskola. 246-254. p.
185. Zsupanekné Palányi I. (2011): A vállalati növekedés teoretikus és praktikus szemlélete. Ph.D értekezés. PTE Gazdálkodástani Doktori Iskola

M2: TEÁOR főcsoportok megnevezése

betűkódja	TEÁOR főcsoport megnevezése
A	Mezőgazdaság, erdőgazdálkodás, halászat
B	Bányászat, kőfejtés
C	Feldolgozóipar
D	Villamosenergia-, gáz-, gőzellátás, légkondicionálás
E	Vízellátás, szennyvíz gyűjtése, kezelése, hulladékgazdálkodás, szennyeződésmentesítés
F	Építőipar
G	Kereskedelem, gépjárműjavítás
H	Szállítás, raktározás
I	Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás
J	Információ, kommunikáció
K	Pénzügyi, biztosítási tevékenység
L	Ingtatlanügyletek
M	Szakmai, tudományos, műszaki tevékenység
N	Adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység
O	Közigazgatás, védelem; kötelező társadalombiztosítás
P	Oktatás
Q	Humán-egészségügyi, szociális ellátás
R	Művészet, szórakoztatás, szabad idő
S	Egyéb szolgáltatás

M3: Az értekezésben alkalmazott mutatószámok számítási módja

MEGNEVEZÉS	SZÁMÍTÁSI MÓD
Tőkeáttétel (D/E)	idegen tőke / saját tőke
Tőkeerősség	saját tőke / Σ forrás
Eladósodottság	Σ kötelezettség / Σ forrás
a.) Rövid lejáratú kötelezettségek aránya	Σ rövid lejáratú kötelezettség / Σ forrás
b.) Hosszú lejáratú kötelezettségek aránya	Σ hosszú lejáratú kötelezettség / Σ forrás
Szállítókkal szembeni kötelezettségek aránya	Σ szállítókkal szembeni kötelezettség / Σ rövid lejáratú kötelezettségek
Tartós források aránya	tartós forrás / Σ forrás
Bankhitelek aránya	hosszú lejáratú hitelek pénzügyi intézménytől / Σ forrás
Össztőke jövedelmezősége	adózott eredmény / Σ forrás
Saját tőke jövedelmezősége - ROE	adózott eredmény / saját tőke
ROA	adózott eredmény / Σ eszköz
ROS	adózott eredmény / értékesítés nettó árbevétele
Működési profithányad	üzemi tevékenység eredménye / értékesítés nettó árbevétele
Nettó forgótőke	forgóeszközök – rövid lejáratú kötelezettségek
Export árbevétel aránya	export árbevétel / értékesítés nettó árbevétele
Külföldi tulajdon aránya	jegyzett tőke külföldi tulajdonban lévő része / jegyzett tőke

M4: A sajáttőke-arány mutató átlagos értékei régióként és méretkategóriák szerint; 2010-2018

Saját-tőke-arány									
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dél-Dunántúl	0,40	0,42	0,47	0,47	0,47	0,48	0,50	0,52	0,50
mikro	0,40	0,40	0,58	0,58	0,59	0,60	0,58	0,61	0,61
kis	0,43	0,43	0,46	0,47	0,49	0,52	0,55	0,55	0,51
közép	0,38	0,44	0,41	0,41	0,41	0,43	0,44	0,48	0,45
nagy	0,38	0,41	0,42	0,39	0,40	0,40	0,44	0,44	0,45
Dél-Alföld	0,37	0,38	0,41	0,42	0,44	0,45	0,48	0,48	0,47
mikro	0,36	0,38	0,43	0,46	0,44	0,47	0,50	0,49	0,49
kis	0,42	0,44	0,46	0,47	0,48	0,51	0,54	0,56	0,55
közép	0,33	0,33	0,33	0,34	0,38	0,41	0,47	0,47	0,51
nagy	0,42	0,38	0,41	0,42	0,43	0,43	0,44	0,43	0,40
Közép-Dunántúl	0,45	0,42	0,42	0,42	0,42	0,39	0,51	0,50	0,50
mikro	0,49	0,41	0,42	0,42	0,44	0,46	0,54	0,51	0,51
kis	0,45	0,45	0,45	0,43	0,44	0,50	0,52	0,47	0,53
közép	0,44	0,43	0,42	0,43	0,47	0,26	0,56	0,51	0,49
nagy	0,40	0,41	0,41	0,42	0,39	0,40	0,48	0,51	0,49
Észak-Magyarország	0,38	0,38	0,43	0,41	0,45	0,43	0,48	0,49	0,50
mikro	0,37	0,40	0,40	0,40	0,42	0,52	0,55	0,55	0,53
kis	0,43	0,43	0,43	0,43	0,44	0,48	0,52	0,51	0,52
közép	0,33	0,33	0,32	0,32	0,37	0,37	0,40	0,51	0,49
nagy	0,42	0,38	0,47	0,43	0,48	0,40	0,45	0,46	0,48
Észak-Alföld	0,40	0,41	0,46	0,46	0,45	0,48	0,49	0,53	0,57
mikro	0,40	0,41	0,43	0,44	0,46	0,48	0,50	0,52	0,54
kis	0,47	0,48	0,46	0,48	0,47	0,52	0,56	0,58	0,57
közép	0,36	0,37	0,37	0,38	0,41	0,42	0,44	0,52	0,58
nagy	0,33	0,34	0,51	0,49	0,46	0,49	0,48	0,52	0,57
Nyugat-Dunántúl	0,51	0,67	0,66	0,66	0,67	0,68	0,68	0,63	0,63
mikro	0,59	0,45	0,51	0,42	0,45	0,46	0,53	0,56	0,51
kis	0,42	0,41	0,41	0,45	0,43	0,47	0,54	0,55	0,55
közép	0,39	0,85	0,83	0,83	0,84	0,84	0,86	0,54	0,52
nagy	0,50	0,42	0,60	0,59	0,59	0,65	0,46	0,69	0,69
Közép-Magyarország	0,35	0,35	0,44	0,36	0,35	0,38	0,40	0,43	0,43
mikro	0,38	0,40	0,49	0,40	0,41	0,43	0,47	0,47	0,48
kis	0,38	0,33	0,40	0,36	0,32	0,33	0,39	0,40	0,42
közép	0,25	0,28	0,34	0,32	0,29	0,39	0,42	0,49	0,47
nagy	0,32	0,31	0,45	0,24	0,29	0,28	0,27	0,31	0,25
Magyarország (összes)	0,31	0,32	0,34	0,34	0,33	0,34	0,41	0,39	0,42
mikro	0,40	0,40	0,47	0,42	0,44	0,50	0,49	0,49	0,50
kis	0,40	0,37	0,42	0,38	0,37	0,39	0,44	0,45	0,46
közép	0,32	0,44	0,44	0,43	0,42	0,44	0,49	0,44	0,47
nagy	0,26	0,25	0,28	0,27	0,27	0,25	0,34	0,32	0,35

M5: Az összes kötelezettség arányának átlagos értékei régióként és méretkategóriák szerint; 2010-2018

Összes kötelezettség aránya									
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dél-Dunántúl	0,55	0,54	0,47	0,48	0,46	0,46	0,44	0,42	0,44
mikro	0,54	0,57	0,40	0,39	0,38	0,37	0,39	0,36	0,36
kis	0,53	0,53	0,50	0,49	0,47	0,43	0,41	0,40	0,45
közép	0,56	0,51	0,54	0,53	0,53	0,51	0,49	0,45	0,49
nagy	0,57	0,54	0,47	0,51	0,49	0,50	0,46	0,46	0,47
Dél-Alföld	0,58	0,58	0,54	0,52	0,50	0,49	0,46	0,47	0,48
mikro	0,60	0,58	0,53	0,50	0,52	0,50	0,47	0,48	0,48
kis	0,53	0,52	0,50	0,49	0,47	0,44	0,40	0,38	0,40
közép	0,63	0,63	0,63	0,62	0,58	0,54	0,49	0,49	0,44
nagy	0,52	0,55	0,50	0,49	0,47	0,48	0,48	0,50	0,54
Közép-Dunántúl	0,50	0,53	0,53	0,52	0,53	0,56	0,44	0,45	0,46
mikro	0,48	0,56	0,55	0,55	0,53	0,51	0,43	0,45	0,46
kis	0,51	0,51	0,50	0,53	0,52	0,46	0,43	0,49	0,43
közép	0,51	0,51	0,54	0,53	0,49	0,72	0,40	0,44	0,44
nagy	0,53	0,52	0,52	0,52	0,54	0,53	0,46	0,44	0,46
Észak-Magyarország	0,56	0,57	0,52	0,53	0,49	0,51	0,46	0,44	0,43
mikro	0,57	0,56	0,56	0,55	0,54	0,44	0,41	0,42	0,43
kis	0,50	0,52	0,52	0,51	0,51	0,46	0,41	0,42	0,41
közép	0,62	0,62	0,63	0,63	0,57	0,57	0,54	0,43	0,45
nagy	0,52	0,56	0,47	0,50	0,45	0,53	0,47	0,46	0,44
Észak-Alföld	0,55	0,55	0,49	0,49	0,49	0,47	0,46	0,42	0,38
mikro	0,55	0,54	0,53	0,51	0,50	0,48	0,45	0,45	0,42
kis	0,49	0,47	0,50	0,47	0,47	0,42	0,39	0,37	0,38
közép	0,59	0,59	0,59	0,58	0,55	0,54	0,52	0,44	0,38
nagy	0,60	0,60	0,43	0,46	0,47	0,45	0,46	0,41	0,37
Nyugat-Dunántúl	0,45	0,31	0,29	0,30	0,29	0,28	0,28	0,31	0,31
mikro	0,38	0,51	0,45	0,56	0,53	0,51	0,44	0,42	0,47
kis	0,53	0,55	0,55	0,51	0,53	0,49	0,42	0,41	0,41
közép	0,57	0,14	0,16	0,15	0,15	0,15	0,13	0,42	0,43
nagy	0,44	0,51	0,31	0,34	0,33	0,27	0,41	0,23	0,24
Közép-Magyarország	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,56	0,59	0,57
mikro	0,59	0,58	0,50	0,57	0,53	0,47	0,51	0,50	0,50
kis	0,57	0,63	0,57	0,60	0,65	0,63	0,58	0,57	0,54
közép	0,63	0,62	0,64	0,65	0,64	0,59	0,56	0,54	0,50
nagy	0,65	0,66	0,67	0,67	0,67	0,71	0,57	0,64	0,64
Magyarország (összes)	0,62	0,61	0,58	0,59	0,59	0,59	0,51	0,53	0,52
mikro	0,56	0,57	0,50	0,55	0,53	0,47	0,49	0,48	0,48
kis	0,55	0,59	0,54	0,57	0,58	0,56	0,51	0,51	0,49
közép	0,61	0,50	0,51	0,53	0,53	0,51	0,46	0,51	0,48
nagy	0,65	0,66	0,62	0,62	0,63	0,66	0,54	0,56	0,55

M6: A rövid lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei régióként és méretkategóriák szerint; 2010-2018

Rövid lejáratú kötelezettségek aránya									
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dél-Dunántúl	0,41	0,39	0,32	0,32	0,30	0,30	0,28	0,28	0,30
mikro	0,37	0,36	0,25	0,25	0,24	0,25	0,26	0,24	0,23
kis	0,39	0,40	0,39	0,36	0,34	0,31	0,29	0,27	0,33
közép	0,45	0,42	0,46	0,40	0,41	0,41	0,39	0,31	0,38
nagy	0,45	0,41	0,25	0,29	0,27	0,25	0,23	0,30	0,29
Dél-Alföld	0,43	0,43	0,37	0,37	0,35	0,36	0,34	0,35	0,36
mikro	0,41	0,40	0,37	0,35	0,36	0,34	0,32	0,33	0,33
kis	0,38	0,39	0,38	0,36	0,34	0,33	0,30	0,28	0,30
közép	0,52	0,50	0,49	0,48	0,44	0,39	0,34	0,40	0,33
nagy	0,39	0,42	0,27	0,31	0,30	0,36	0,38	0,37	0,43
Közép-Dunántúl	0,37	0,38	0,40	0,39	0,40	0,33	0,33	0,33	0,35
mikro	0,33	0,39	0,39	0,38	0,35	0,30	0,27	0,33	0,29
kis	0,39	0,38	0,37	0,39	0,37	0,34	0,30	0,39	0,31
közép	0,41	0,40	0,43	0,41	0,39	0,21	0,30	0,33	0,35
nagy	0,34	0,33	0,40	0,39	0,44	0,41	0,37	0,31	0,37
Észak-Magyarország	0,41	0,40	0,34	0,34	0,33	0,34	0,30	0,30	0,32
mikro	0,38	0,34	0,37	0,36	0,35	0,30	0,28	0,27	0,29
kis	0,39	0,39	0,39	0,38	0,38	0,34	0,30	0,29	0,30
közép	0,50	0,50	0,50	0,52	0,45	0,45	0,44	0,33	0,33
nagy	0,30	0,34	0,27	0,27	0,28	0,33	0,26	0,30	0,33
Észak-Alföld	0,41	0,40	0,38	0,39	0,40	0,38	0,37	0,32	0,29
mikro	0,37	0,37	0,37	0,36	0,35	0,34	0,31	0,30	0,26
kis	0,37	0,33	0,38	0,35	0,34	0,31	0,28	0,28	0,28
közép	0,49	0,48	0,48	0,44	0,43	0,40	0,39	0,31	0,29
nagy	0,36	0,38	0,35	0,39	0,42	0,41	0,42	0,35	0,30
Nyugat-Dunántúl	0,31	0,21	0,22	0,22	0,22	0,20	0,18	0,22	0,23
mikro	0,23	0,31	0,25	0,33	0,34	0,30	0,26	0,26	0,28
kis	0,38	0,40	0,41	0,37	0,38	0,35	0,28	0,27	0,30
közép	0,45	0,11	0,13	0,12	0,11	0,12	0,10	0,32	0,33
nagy	0,28	0,30	0,26	0,26	0,28	0,22	0,25	0,17	0,19
Közép-Magyarország	0,38	0,39	0,42	0,40	0,40	0,45	0,28	0,29	0,26
mikro	0,26	0,27	0,29	0,27	0,25	0,29	0,27	0,25	0,24
kis	0,27	0,33	0,36	0,28	0,31	0,33	0,31	0,29	0,28
közép	0,44	0,48	0,42	0,40	0,39	0,36	0,33	0,32	0,29
nagy	0,41	0,41	0,44	0,45	0,45	0,53	0,27	0,29	0,27
Magyarország (összes)	0,38	0,38	0,39	0,38	0,38	0,41	0,29	0,29	0,28
mikro	0,28	0,29	0,30	0,29	0,27	0,29	0,28	0,26	0,25
kis	0,31	0,35	0,37	0,31	0,33	0,33	0,30	0,29	0,29
közép	0,45	0,39	0,37	0,35	0,35	0,31	0,30	0,33	0,30
nagy	0,41	0,41	0,42	0,43	0,43	0,50	0,29	0,29	0,28

M7: A hosszú lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei régióként és méretkategóriák szerint; 2010-2018

Hosszú lejáratú kötelezettségek aránya									
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dél-Dunántúl	0,14	0,14	0,15	0,16	0,16	0,16	0,15	0,14	0,14
mikro	0,18	0,21	0,15	0,14	0,13	0,13	0,14	0,12	0,14
kis	0,14	0,13	0,11	0,13	0,13	0,13	0,12	0,13	0,12
közép	0,11	0,10	0,08	0,13	0,12	0,10	0,10	0,14	0,11
nagy	0,12	0,13	0,22	0,22	0,22	0,25	0,23	0,16	0,18
Dél-Alföld	0,15	0,15	0,17	0,16	0,15	0,13	0,12	0,12	0,12
mikro	0,19	0,19	0,16	0,16	0,16	0,15	0,14	0,15	0,16
kis	0,15	0,13	0,13	0,12	0,12	0,11	0,10	0,10	0,10
közép	0,11	0,13	0,15	0,14	0,14	0,15	0,14	0,09	0,11
nagy	0,13	0,14	0,22	0,19	0,17	0,11	0,10	0,13	0,11
Közép-Dunántúl	0,13	0,15	0,13	0,13	0,13	0,22	0,11	0,12	0,11
mikro	0,15	0,17	0,16	0,17	0,18	0,20	0,15	0,12	0,17
kis	0,12	0,13	0,13	0,13	0,15	0,12	0,13	0,11	0,12
közép	0,10	0,12	0,11	0,12	0,10	0,51	0,09	0,10	0,10
nagy	0,19	0,20	0,12	0,12	0,11	0,11	0,09	0,13	0,09
Észak-Magyarország	0,16	0,17	0,18	0,19	0,16	0,17	0,16	0,14	0,12
mikro	0,20	0,22	0,19	0,19	0,19	0,14	0,13	0,15	0,14
kis	0,11	0,13	0,13	0,13	0,13	0,12	0,12	0,13	0,12
közép	0,12	0,12	0,13	0,12	0,12	0,13	0,10	0,10	0,12
nagy	0,22	0,21	0,20	0,23	0,17	0,20	0,21	0,16	0,11
Észak-Alföld	0,15	0,15	0,11	0,10	0,09	0,09	0,08	0,09	0,09
mikro	0,18	0,17	0,16	0,15	0,15	0,14	0,14	0,15	0,16
kis	0,12	0,14	0,12	0,12	0,13	0,11	0,10	0,10	0,10
közép	0,10	0,10	0,11	0,14	0,12	0,14	0,13	0,13	0,10
nagy	0,24	0,22	0,08	0,07	0,05	0,04	0,04	0,06	0,06
Nyugat-Dunántúl	0,14	0,10	0,08	0,08	0,07	0,07	0,10	0,09	0,08
mikro	0,15	0,20	0,20	0,23	0,19	0,22	0,18	0,16	0,19
kis	0,15	0,15	0,14	0,14	0,15	0,14	0,14	0,14	0,11
közép	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,09	0,10
nagy	0,16	0,21	0,05	0,07	0,05	0,05	0,16	0,06	0,05
Közép-Magyarország	0,26	0,25	0,22	0,24	0,24	0,20	0,27	0,30	0,31
mikro	0,33	0,31	0,21	0,30	0,28	0,19	0,24	0,25	0,26
kis	0,31	0,30	0,22	0,32	0,34	0,31	0,27	0,28	0,26
közép	0,19	0,15	0,21	0,25	0,25	0,24	0,23	0,22	0,22
nagy	0,25	0,25	0,22	0,21	0,22	0,18	0,30	0,35	0,37
Magyarország (összes)	0,24	0,23	0,19	0,21	0,21	0,18	0,22	0,24	0,24
mikro	0,29	0,28	0,20	0,26	0,25	0,18	0,21	0,22	0,23
kis	0,24	0,24	0,17	0,26	0,26	0,23	0,21	0,22	0,21
közép	0,16	0,11	0,14	0,17	0,18	0,20	0,16	0,18	0,17
nagy	0,24	0,25	0,21	0,20	0,20	0,16	0,25	0,27	0,27

M8: A sajáttőke-arány mutató átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint;2010-2018,**Magyarország**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,56	0,56	0,59	0,59	0,60	0,60	0,62	0,66	0,64
B	0,44	0,33	0,44	0,47	0,45	0,51	0,50	0,49	0,59
C	0,48	0,49	0,51	0,50	0,50	0,41	0,49	0,57	0,57
D	0,52	0,48	0,51	0,51	0,51	0,51	0,51	0,49	0,46
E	0,45	0,44	0,43	0,31	0,28	0,27	0,28	0,28	0,29
F	0,21	0,18	0,20	0,19	0,20	0,24	0,28	0,25	0,25
G	0,34	0,33	0,34	0,37	0,37	0,37	0,41	0,45	0,44
H	0,26	0,23	0,28	0,26	0,26	0,31	0,32	0,19	0,21
I	0,31	0,29	0,29	0,30	0,33	0,36	0,38	0,42	0,45
J	0,45	0,33	0,45	0,48	0,44	0,49	0,47	0,47	0,41
K	0,15	0,15	0,15	0,16	0,16	0,17	0,27	0,25	0,34
L	0,28	0,26	0,33	0,29	0,30	0,33	0,36	0,39	0,42
M	0,47	0,67	0,77	0,65	0,67	0,61	0,62	0,46	0,49
N	0,37	0,35	0,51	0,39	0,38	0,45	0,59	0,58	0,47
P	0,39	0,41	0,38	0,41	0,42	0,45	0,54	0,54	0,53
Q	0,39	0,39	0,44	0,44	0,46	0,47	0,58	0,58	0,60
R	0,40	0,39	0,32	0,36	0,33	0,35	0,39	0,38	0,41
S	0,34	0,30	0,33	0,33	0,35	0,38	0,40	0,40	0,41
T	0,14	0,01	0,21	0,21	-0,09	-0,06	0,19	0,24	0,30
Összesen	0,31	0,32	0,34	0,34	0,34	0,34	0,41	0,39	0,42

M9: Az összes kötelezettség arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; 2010-2018, Magyarország

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,40	0,41	0,39	0,38	0,38	0,38	0,36	0,32	0,30
B	0,51	0,61	0,49	0,46	0,51	0,46	0,47	0,47	0,37
C	0,47	0,47	0,44	0,45	0,45	0,53	0,46	0,38	0,34
D	0,36	0,37	0,37	0,37	0,34	0,35	0,31	0,32	0,33
E	0,37	0,36	0,38	0,57	0,59	0,60	0,58	0,58	0,56
F	0,58	0,58	0,50	0,51	0,52	0,49	0,51	0,53	0,66
G	0,61	0,62	0,61	0,58	0,58	0,58	0,55	0,50	0,48
H	0,61	0,61	0,57	0,57	0,56	0,51	0,51	0,71	0,70
I	0,60	0,66	0,64	0,63	0,61	0,57	0,55	0,52	0,47
J	0,44	0,60	0,46	0,43	0,48	0,43	0,44	0,45	0,49
K	0,77	0,78	0,77	0,77	0,76	0,77	0,64	0,66	0,53
L	0,67	0,70	0,63	0,67	0,67	0,63	0,60	0,57	0,53
M	0,49	0,30	0,20	0,33	0,31	0,36	0,35	0,50	0,44
N	0,60	0,62	0,45	0,58	0,59	0,54	0,38	0,38	0,49
P	0,42	0,41	0,41	0,42	0,43	0,41	0,34	0,35	0,34
Q	0,51	0,51	0,45	0,45	0,42	0,41	0,32	0,32	0,29
R	0,48	0,50	0,54	0,50	0,51	0,47	0,42	0,44	0,37
S	0,53	0,58	0,53	0,53	0,51	0,47	0,46	0,46	0,44
T	0,84	0,99	0,76	0,79	1,08	1,05	0,81	0,75	0,68
Összesen	0,62	0,61	0,58	0,59	0,59	0,59	0,51	0,53	0,49

M10: A rövid lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; 2010-2018, Magyarország

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,28	0,28	0,27	0,26	0,25	0,23	0,23	0,23	0,24
B	0,14	0,21	0,20	0,24	0,24	0,24	0,21	0,31	0,21
C	0,31	0,34	0,32	0,33	0,36	0,43	0,35	0,29	0,30
D	0,26	0,30	0,30	0,29	0,28	0,28	0,25	0,26	0,26
E	0,14	0,15	0,16	0,17	0,18	0,16	0,14	0,16	0,17
F	0,29	0,28	0,25	0,29	0,30	0,28	0,30	0,36	0,41
G	0,47	0,47	0,47	0,48	0,48	0,49	0,46	0,42	0,44
H	0,24	0,26	0,22	0,25	0,21	0,19	0,17	0,10	0,11
I	0,29	0,28	0,28	0,27	0,26	0,27	0,24	0,24	0,23
J	0,28	0,43	0,26	0,27	0,23	0,24	0,21	0,22	0,26
K	0,52	0,53	0,54	0,54	0,54	0,55	0,30	0,37	0,26
L	0,25	0,26	0,24	0,26	0,25	0,25	0,25	0,23	0,21
M	0,27	0,15	0,15	0,22	0,16	0,20	0,18	0,28	0,25
N	0,13	0,14	0,35	0,14	0,18	0,48	0,22	0,25	0,39
P	0,33	0,31	0,26	0,27	0,27	0,27	0,24	0,23	0,24
Q	0,30	0,29	0,31	0,27	0,26	0,26	0,19	0,20	0,20
R	0,28	0,29	0,33	0,30	0,31	0,28	0,25	0,24	0,28
S	0,29	0,30	0,28	0,31	0,31	0,27	0,26	0,26	0,27
T	0,46	0,66	0,63	0,68	0,80	0,92	0,51	0,42	0,31
Összesen	0,38	0,38	0,39	0,38	0,38	0,41	0,29	0,29	0,28

M11: A hosszú lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; 2010-2018, Magyarország

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,12	0,13	0,11	0,12	0,13	0,15	0,14	0,10	0,09
B	0,37	0,40	0,29	0,22	0,27	0,22	0,26	0,16	0,16
C	0,16	0,13	0,12	0,12	0,09	0,11	0,10	0,09	0,07
D	0,10	0,07	0,07	0,08	0,07	0,07	0,06	0,05	0,08
E	0,23	0,22	0,22	0,40	0,41	0,45	0,44	0,42	0,41
F	0,28	0,31	0,25	0,22	0,23	0,21	0,21	0,16	0,29
G	0,14	0,15	0,13	0,10	0,10	0,09	0,09	0,08	0,07
H	0,37	0,35	0,35	0,33	0,35	0,32	0,33	0,61	0,59
I	0,31	0,38	0,36	0,36	0,35	0,30	0,31	0,28	0,25
J	0,16	0,17	0,20	0,15	0,25	0,19	0,24	0,23	0,23
K	0,25	0,25	0,23	0,23	0,22	0,22	0,34	0,30	0,28
L	0,42	0,44	0,39	0,41	0,42	0,38	0,35	0,34	0,33
M	0,21	0,15	0,05	0,11	0,15	0,16	0,17	0,22	0,21
N	0,47	0,48	0,11	0,43	0,41	0,05	0,17	0,12	0,10
P	0,08	0,10	0,15	0,15	0,16	0,15	0,11	0,12	0,11
Q	0,21	0,22	0,13	0,18	0,17	0,16	0,12	0,13	0,10
R	0,19	0,20	0,22	0,20	0,19	0,19	0,17	0,21	0,10
S	0,24	0,27	0,26	0,22	0,20	0,21	0,20	0,21	0,18
T	0,38	0,33	0,13	0,11	0,28	0,13	0,30	0,34	0,37
Összesen	0,24	0,23	0,19	0,21	0,21	0,18	0,22	0,24	0,23

M12: A sajáttőke-arány mutató átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Dél-Dunántúl Régió, 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,56	0,56	0,56	0,56	0,57	0,59	0,60	0,61	0,60
B	0,34	0,30	0,37	0,57	0,64	0,74	0,76	0,82	0,85
C	0,46	0,51	0,68	0,68	0,67	0,66	0,67	0,65	0,62
D	0,44	0,42	0,49	0,45	0,48	0,47	0,51	0,51	0,50
E	0,38	0,40	0,19	0,16	0,15	0,12	0,14	0,15	0,13
F	0,47	0,50	0,54	0,53	0,53	0,60	0,56	0,59	0,57
G	0,37	0,37	0,39	0,41	0,42	0,44	0,46	0,46	0,45
H	0,40	0,43	0,35	0,29	0,29	0,31	0,39	0,45	0,41
I	0,24	0,24	0,23	0,23	0,26	0,39	0,38	0,38	0,35
J	0,42	0,46	0,53	0,49	0,67	0,65	0,63	0,60	0,59
K	0,09	0,18	0,18	0,18	0,17	0,11	0,10	0,10	0,12
L	0,50	0,41	0,45	0,45	0,46	0,50	0,48	0,51	0,51
M	0,49	0,54	0,53	0,58	0,54	0,50	0,51	0,57	0,52
N	0,30	0,30	0,34	0,37	0,36	0,40	0,45	0,45	0,45
P	0,47	0,45	0,50	0,57	0,55	0,50	0,66	0,51	0,46
Q	0,39	0,39	0,40	0,43	0,46	0,47	0,57	0,61	0,61
R	0,42	0,37	0,33	0,39	0,39	0,36	0,38	0,34	0,34
S	0,33	0,29	0,26	0,28	0,30	0,29	0,34	0,34	0,35
T	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Összesen	0,40	0,42	0,47	0,47	0,47	0,48	0,50	0,52	0,50

M13: A sajáttőke-arány mutató átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Dél-Alföld Régió, 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,59	0,59	0,61	0,62	0,63	0,66	0,68	0,70	0,69
B	0,55	0,57	0,55	0,54	0,63	0,58	0,59	0,67	0,66
C	0,45	0,44	0,40	0,41	0,39	0,43	0,46	0,47	0,46
D	0,22	0,18	0,66	0,66	0,67	0,71	0,74	0,73	0,68
E	0,43	0,41	0,45	0,37	0,36	0,43	0,47	0,45	0,43
F	0,39	0,41	0,43	0,39	0,40	0,44	0,44	0,36	0,39
G	0,33	0,36	0,40	0,41	0,42	0,41	0,45	0,44	0,43
H	0,35	0,38	0,41	0,42	0,40	0,45	0,48	0,51	0,50
I	0,25	0,23	0,23	0,21	0,22	0,25	0,32	0,32	0,36
J	0,47	0,46	0,45	0,41	0,47	0,43	0,50	0,51	0,53
K	0,12	0,13	0,12	0,15	0,17	0,20	0,21	0,22	0,20
L	0,36	0,38	0,39	0,40	0,43	0,42	0,45	0,47	0,45
M	0,45	0,46	0,46	0,56	0,51	0,42	0,39	0,39	0,41
N	0,25	0,25	0,27	0,34	0,37	0,41	0,50	0,52	0,48
P	0,36	0,38	0,20	0,25	0,28	0,32	0,56	0,59	0,61
Q	0,43	0,44	0,47	0,52	0,54	0,56	0,66	0,66	0,67
R	0,43	0,41	0,36	0,33	0,29	0,30	0,33	0,33	0,33
S	0,39	0,20	0,25	0,23	0,24	0,26	0,36	0,37	0,39
T	0,46	0,33	0,12	-0,12	-0,48	-0,74	0,30	0,13	-0,19
Összesen	0,37	0,38	0,41	0,42	0,43	0,45	0,48	0,48	0,47

M14: A sajáttőke-arány mutató átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Közép-Dunántúl Régió, 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,54	0,55	0,58	0,56	0,59	0,47	0,62	0,63	0,62
B	0,40	0,43	0,46	0,48	0,46	0,39	0,64	0,61	0,60
C	0,48	0,49	0,43	0,45	0,43	0,38	0,53	0,52	0,51
D	0,39	0,32	0,33	0,33	0,31	0,25	0,28	0,26	0,24
E	0,43	0,42	0,39	0,26	0,20	0,16	0,19	0,18	0,17
F	0,43	0,44	0,43	0,40	0,44	0,47	0,51	0,38	0,41
G	0,36	0,37	0,31	0,32	0,31	0,37	0,42	0,43	0,45
H	0,41	0,39	0,44	0,40	0,42	0,41	0,44	0,44	0,43
I	0,24	0,26	0,20	0,30	0,35	0,36	0,38	0,40	0,45
J	0,42	0,42	0,38	0,38	0,42	0,62	0,52	0,52	0,56
K	0,63	0,34	0,32	0,34	0,44	0,37	0,62	0,62	0,53
L	0,40	0,38	0,50	0,46	0,43	0,50	0,55	0,46	0,46
M	0,43	0,49	0,48	0,50	0,46	0,46	0,51	0,53	0,54
N	0,33	0,30	0,27	0,28	0,29	0,33	0,39	0,67	0,69
P	0,33	0,43	0,44	0,38	0,34	0,31	0,34	0,36	0,38
Q	0,35	0,43	0,44	0,51	0,53	0,52	0,61	0,64	0,67
R	0,34	0,29	0,28	0,33	0,36	0,38	0,38	0,38	0,37
S	0,35	0,25	0,47	0,46	0,45	0,46	0,53	0,57	0,58
T		0,29	-0,47	-33,46	-33,61	-33,94	-11,68	-8,49	-8,81
Összesen	0,45	0,42	0,42	0,42	0,42	0,39	0,51	0,50	0,50

M15: A sajáttőke-arány mutató átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Észak-Magyarország Régió, 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,60	0,58	0,60	0,62	0,65	0,66	0,67	0,67	0,66
B	0,52	0,60	0,55	0,57	0,51	0,54	0,57	0,55	0,57
C	0,41	0,39	0,41	0,38	0,43	0,36	0,44	0,50	0,52
D	0,37	0,39	0,65	0,65	0,66	0,69	0,70	0,71	0,68
E	0,50	0,49	0,49	0,28	0,27	0,21	0,22	0,21	0,23
F	0,38	0,34	0,36	0,46	0,44	0,51	0,56	0,51	0,56
G	0,39	0,39	0,40	0,41	0,41	0,42	0,46	0,48	0,47
H	0,30	0,29	0,31	0,35	0,32	0,36	0,40	0,41	0,42
I	0,32	0,30	0,33	0,34	0,34	0,38	0,41	0,44	0,46
J	0,40	0,36	0,37	0,50	0,47	0,53	0,59	0,56	0,57
K	0,11	0,26	0,22	0,18	0,20	0,44	0,48	0,23	0,26
L	0,27	0,27	0,31	0,30	0,35	0,38	0,41	0,44	0,40
M	0,43	0,47	0,49	0,53	0,53	0,49	0,54	0,54	0,53
N	0,55	0,57	0,53	0,30	0,34	0,52	0,56	0,39	0,39
P	0,38	0,38	0,39	0,39	0,46	0,48	0,55	0,56	0,51
Q	0,45	0,42	0,50	0,43	0,44	0,46	0,56	0,53	0,58
R	0,35	0,31	0,29	0,32	0,32	0,31	0,26	0,23	0,16
S	0,40	0,37	0,38	0,36	0,41	0,41	0,45	0,35	0,37
T	0,18	0,33	0,50	0,41	1,00	0,00	0,30	0,25	0,46
Összesen	0,38	0,38	0,43	0,41	0,44	0,43	0,48	0,49	0,50

M16: A sajáttőke-arány mutató átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Észak-Alföld
Régió, 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,59	0,58	0,61	0,63	0,64	0,64	0,66	0,69	0,68
B	0,55	0,59	0,36	0,73	0,73	0,67	0,76	0,78	0,74
C	0,40	0,41	0,52	0,52	0,49	0,51	0,50	0,57	0,62
D	0,36	0,35	0,39	0,33	0,30	0,30	0,40	0,43	0,40
E	0,45	0,53	0,53	0,26	0,24	0,25	0,27	0,27	0,26
F	0,43	0,46	0,45	0,41	0,41	0,46	0,48	0,50	0,48
G	0,39	0,39	0,40	0,42	0,43	0,45	0,47	0,49	0,50
H	0,39	0,36	0,42	0,39	0,37	0,39	0,44	0,42	0,42
I	0,38	0,31	0,29	0,30	0,31	0,37	0,39	0,43	0,43
J	0,37	0,40	0,39	0,37	0,40	0,46	0,50	0,45	0,44
K	0,14	0,14	0,14	0,14	0,16	0,17	0,17	0,19	0,32
L	0,32	0,32	0,38	0,39	0,40	0,44	0,46	0,48	0,54
M	0,60	0,65	0,60	0,59	0,62	0,58	0,60	0,56	0,59
N	0,40	0,42	0,35	0,38	0,37	0,39	0,42	0,39	0,75
P	0,43	0,44	0,44	0,43	0,49	0,52	0,57	0,58	0,56
Q	0,29	0,31	0,35	0,48	0,47	0,47	0,57	0,58	0,62
R	0,41	0,38	0,30	0,24	0,26	0,29	0,26	0,29	0,24
S	0,28	0,31	0,34	0,33	0,36	0,41	0,45	0,48	0,48
T	0,19	0,54	0,55	0,41	0,89	0,89	0,91	0,94	0,94
Összesen	0,40	0,41	0,46	0,46	0,45	0,48	0,49	0,53	0,57

M17: A sajáttőke-arány mutató átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Nyugat-Dunántúl Régió, 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,55	0,57	0,60	0,61	0,61	0,64	0,68	0,69	0,66
B	0,39	0,40	0,35	0,28	0,49	0,52	0,64	0,61	0,63
C	0,45	0,44	0,60	0,61	0,61	0,67	0,52	0,74	0,74
D	0,37	0,35	0,59	0,41	0,36	0,36	0,39	0,42	0,41
E	0,47	0,47	0,47	0,28	0,26	0,26	0,30	0,28	0,25
F	0,35	0,16	0,19	0,39	0,36	0,42	0,48	0,41	0,44
G	0,35	0,39	0,41	0,41	0,42	0,44	0,49	0,51	0,50
H	0,38	0,37	0,28	0,30	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31
I	0,36	0,39	0,39	0,40	0,36	0,34	0,41	0,44	0,48
J	0,60	0,60	0,56	0,61	0,64	0,59	0,67	0,57	0,58
K	0,70	0,50	0,52	0,15	0,14	0,22	0,26	0,26	0,23
L	0,29	0,29	0,33	0,34	0,35	0,41	0,45	0,48	0,47
M	0,53	0,98	0,97	0,97	0,97	0,94	0,97	0,49	0,57
N	0,72	0,43	0,68	0,68	0,72	0,70	0,80	0,75	0,51
P	0,31	0,31	0,32	0,33	0,31	0,36	0,54	0,60	0,65
Q	0,38	0,39	0,50	0,51	0,51	0,55	0,66	0,67	0,68
R	0,29	0,31	0,25	0,23	0,26	0,25	0,27	0,35	0,26
S	0,35	0,36	0,38	0,39	0,40	0,49	0,47	0,49	0,50
T									
Összesen	0,51	0,67	0,66	0,66	0,66	0,68	0,68	0,63	0,63

M18: A sajáttőke-arány mutató átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Közép-Magyarország Régió, 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,52	0,51	0,54	0,51	0,52	0,52	0,42	0,56	0,53
B	0,44	0,32	0,44	0,46	0,41	0,50	0,46	0,43	0,57
C	0,49	0,50	0,53	0,51	0,49	0,32	0,45	0,49	0,45
D	0,53	0,50	0,49	0,52	0,52	0,51	0,48	0,45	0,41
E	0,45	0,43	0,44	0,35	0,33	0,32	0,33	0,34	0,37
F	0,15	0,13	0,14	0,12	0,12	0,15	0,19	0,17	0,17
G	0,33	0,32	0,33	0,36	0,36	0,34	0,38	0,45	0,42
H	0,25	0,21	0,25	0,24	0,23	0,30	0,30	0,16	0,19
I	0,32	0,28	0,30	0,30	0,34	0,37	0,39	0,43	0,46
J	0,45	0,32	0,45	0,48	0,44	0,48	0,46	0,46	0,40
K	0,13	0,14	0,14	0,16	0,15	0,16	0,26	0,25	0,34
L	0,26	0,24	0,30	0,26	0,27	0,29	0,33	0,37	0,41
M	0,47	0,49	0,61	0,46	0,52	0,42	0,43	0,45	0,49
N	0,36	0,35	0,52	0,38	0,37	0,45	0,59	0,57	0,43
P	0,40	0,42	0,43	0,47	0,47	0,51	0,57	0,57	0,55
Q	0,42	0,40	0,43	0,40	0,42	0,44	0,55	0,54	0,56
R	0,42	0,42	0,34	0,39	0,34	0,37	0,44	0,41	0,51
S	0,35	0,31	0,29	0,32	0,32	0,35	0,36	0,37	0,38
T	0,13	0,01	-0,08	-0,23	-0,12	-0,08	0,05	0,18	0,20
Összesen	0,28	0,28	0,27	0,28	0,28	0,28	0,35	0,32	0,35

M19: Az összes kötelezettség arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Dél-Dunántúl Régió, 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,41	0,41	0,42	0,42	0,41	0,39	0,38	0,37	0,38
B	0,30	0,35	0,19	0,28	0,30	0,23	0,20	0,14	0,12
C	0,49	0,46	0,30	0,29	0,30	0,31	0,30	0,31	0,34
D	0,41	0,48	0,35	0,39	0,36	0,35	0,31	0,31	0,33
E	0,50	0,47	0,73	0,76	0,75	0,79	0,76	0,73	0,78
F	0,47	0,45	0,40	0,41	0,40	0,35	0,40	0,38	0,40
G	0,60	0,61	0,59	0,56	0,55	0,54	0,51	0,51	0,52
H	0,54	0,52	0,57	0,64	0,64	0,62	0,53	0,46	0,51
I	0,67	0,68	0,68	0,67	0,63	0,51	0,50	0,52	0,56
J	0,52	0,47	0,40	0,43	0,28	0,29	0,28	0,31	0,29
K	0,89	0,80	0,80	0,81	0,81	0,88	0,89	0,89	0,87
L	0,45	0,54	0,50	0,48	0,47	0,42	0,44	0,41	0,42
M	0,43	0,41	0,41	0,37	0,41	0,45	0,45	0,38	0,42
N	0,64	0,65	0,61	0,58	0,56	0,50	0,49	0,49	0,49
P	0,44	0,46	0,44	0,35	0,38	0,41	0,30	0,37	0,43
Q	0,48	0,43	0,41	0,37	0,35	0,33	0,23	0,23	0,22
R	0,44	0,45	0,54	0,45	0,47	0,47	0,46	0,46	0,47
S	0,51	0,63	0,64	0,61	0,59	0,60	0,56	0,54	0,54
T									
Összesen	0,55	0,54	0,47	0,48	0,46	0,46	0,44	0,42	0,44

**M20: Az összes kötelezettség arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Dél-
Alföld Régió, 2010-2018**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,39	0,39	0,37	0,36	0,35	0,32	0,31	0,28	0,30
B	0,40	0,39	0,41	0,42	0,31	0,39	0,38	0,32	0,32
C	0,51	0,52	0,54	0,54	0,54	0,51	0,48	0,48	0,49
D	0,68	0,70	0,26	0,24	0,22	0,19	0,16	0,16	0,21
E	0,42	0,41	0,37	0,46	0,49	0,40	0,37	0,39	0,44
F	0,55	0,55	0,52	0,54	0,54	0,47	0,52	0,61	0,57
G	0,63	0,62	0,57	0,56	0,54	0,56	0,52	0,53	0,54
H	0,58	0,56	0,51	0,50	0,50	0,47	0,44	0,42	0,44
I	0,65	0,68	0,67	0,65	0,63	0,60	0,54	0,55	0,52
J	0,47	0,48	0,48	0,48	0,43	0,44	0,38	0,36	0,35
K	0,87	0,86	0,86	0,84	0,77	0,77	0,76	0,77	0,79
L	0,59	0,57	0,57	0,55	0,52	0,51	0,48	0,48	0,49
M	0,48	0,46	0,46	0,40	0,43	0,53	0,56	0,56	0,55
N	0,68	0,68	0,66	0,60	0,55	0,51	0,42	0,43	0,46
P	0,34	0,34	0,57	0,56	0,54	0,52	0,23	0,24	0,25
Q	0,44	0,44	0,39	0,35	0,34	0,33	0,24	0,26	0,24
R	0,39	0,45	0,44	0,41	0,42	0,37	0,40	0,42	0,39
S	0,55	0,61	0,55	0,57	0,54	0,52	0,46	0,46	0,44
T	0,54	0,67	0,88	1,12	1,48	1,74	0,70	0,87	1,19
Összesen	0,58	0,58	0,54	0,52	0,50	0,49	0,46	0,47	0,48

**M21: Az összes kötelezettség arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint;
Közép-Dunántúl Régió, 2010-2018**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,42	0,43	0,39	0,41	0,39	0,51	0,36	0,35	0,36
B	0,55	0,52	0,50	0,48	0,50	0,58	0,33	0,36	0,36
C	0,48	0,47	0,51	0,50	0,52	0,58	0,42	0,43	0,44
D	0,47	0,54	0,50	0,50	0,47	0,57	0,47	0,49	0,52
E	0,45	0,47	0,48	0,65	0,71	0,75	0,72	0,74	0,76
F	0,53	0,52	0,53	0,56	0,53	0,49	0,46	0,60	0,57
G	0,61	0,61	0,66	0,65	0,64	0,59	0,55	0,54	0,51
H	0,55	0,58	0,52	0,55	0,54	0,56	0,52	0,53	0,52
I	0,65	0,64	0,71	0,59	0,59	0,57	0,55	0,53	0,48
J	0,48	0,52	0,55	0,54	0,52	0,33	0,43	0,44	0,41
K	0,35	0,64	0,65	0,65	0,55	0,61	0,37	0,38	0,46
L	0,55	0,58	0,46	0,50	0,53	0,45	0,42	0,49	0,50
M	0,54	0,46	0,45	0,45	0,44	0,45	0,40	0,39	0,37
N	0,64	0,67	0,68	0,67	0,67	0,61	0,55	0,30	0,28
P	0,49	0,32	0,26	0,38	0,45	0,42	0,49	0,45	0,43
Q	0,55	0,47	0,43	0,36	0,34	0,34	0,27	0,27	0,23
R	0,50	0,52	0,55	0,53	0,50	0,47	0,44	0,43	0,44
S	0,57	0,68	0,45	0,46	0,47	0,46	0,40	0,36	0,34
T		0,71	1,47	34,46	34,61	34,94	12,68	9,49	9,81
Összesen	0,50	0,53	0,53	0,52	0,53	0,56	0,44	0,45	0,46

**M22: Az összes kötelezettség arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint;
Észak-Magyarország Régió, 2010-2018**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,35	0,37	0,36	0,34	0,32	0,30	0,28	0,28	0,29
B	0,32	0,28	0,34	0,33	0,40	0,37	0,34	0,36	0,34
C	0,55	0,57	0,56	0,58	0,52	0,59	0,51	0,45	0,44
D	0,55	0,55	0,27	0,26	0,24	0,20	0,17	0,15	0,19
E	0,39	0,41	0,40	0,63	0,66	0,72	0,71	0,70	0,68
F	0,58	0,62	0,58	0,48	0,51	0,43	0,40	0,45	0,40
G	0,56	0,59	0,57	0,56	0,55	0,54	0,51	0,50	0,50
H	0,65	0,65	0,54	0,50	0,43	0,41	0,38	0,38	0,39
I	0,55	0,60	0,56	0,52	0,53	0,50	0,46	0,45	0,44
J	0,53	0,54	0,50	0,43	0,46	0,41	0,36	0,38	0,38
K	0,86	0,72	0,76	0,81	0,77	0,54	0,51	0,75	0,71
L	0,67	0,67	0,63	0,63	0,58	0,55	0,52	0,51	0,52
M	0,47	0,41	0,40	0,36	0,38	0,43	0,39	0,39	0,40
N	0,40	0,40	0,38	0,48	0,60	0,43	0,38	0,53	0,55
P	0,39	0,31	0,24	0,22	0,24	0,25	0,24	0,25	0,36
Q	0,49	0,50	0,41	0,44	0,43	0,41	0,32	0,36	0,31
R	0,46	0,52	0,50	0,46	0,38	0,36	0,37	0,40	0,49
S	0,50	0,55	0,53	0,53	0,47	0,46	0,39	0,33	0,34
T	0,82	0,67	0,50	0,59	0,00	1,00	0,70	0,75	0,54
Összesen	0,56	0,57	0,52	0,53	0,49	0,51	0,46	0,44	0,43

**M23: Az összes kötelezettség arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint;
Észak-Alföld Régió, 2010-2018**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,38	0,39	0,36	0,35	0,35	0,34	0,32	0,29	0,30
B	0,43	0,38	0,63	0,23	0,25	0,30	0,22	0,19	0,24
C	0,55	0,55	0,44	0,44	0,47	0,45	0,45	0,38	0,33
D	0,54	0,56	0,53	0,58	0,58	0,57	0,45	0,43	0,46
E	0,42	0,36	0,35	0,64	0,65	0,64	0,60	0,60	0,63
F	0,53	0,50	0,49	0,53	0,52	0,48	0,47	0,45	0,47
G	0,58	0,59	0,57	0,55	0,53	0,51	0,49	0,48	0,47
H	0,56	0,57	0,50	0,51	0,48	0,47	0,44	0,48	0,48
I	0,49	0,60	0,61	0,58	0,57	0,50	0,47	0,45	0,45
J	0,55	0,54	0,54	0,55	0,53	0,47	0,40	0,47	0,47
K	0,83	0,84	0,85	0,84	0,82	0,81	0,82	0,80	0,68
L	0,62	0,62	0,55	0,52	0,50	0,46	0,45	0,44	0,40
M	0,37	0,32	0,37	0,36	0,34	0,37	0,34	0,38	0,36
N	0,54	0,53	0,59	0,57	0,56	0,54	0,51	0,54	0,23
P	0,25	0,25	0,25	0,28	0,26	0,28	0,25	0,23	0,22
Q	0,62	0,57	0,51	0,38	0,39	0,37	0,30	0,30	0,27
R	0,36	0,36	0,41	0,43	0,37	0,34	0,40	0,35	0,45
S	0,49	0,48	0,46	0,46	0,41	0,35	0,32	0,29	0,30
T	0,71	0,45	0,34	0,59	0,11	0,11	0,09	0,06	0,06
Összesen	0,55	0,55	0,49	0,49	0,49	0,47	0,46	0,42	0,38

M24: Az összes kötelezettség arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint;**Nyugat-Dunántúl Régió, 2010-2018**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,42	0,42	0,38	0,37	0,38	0,35	0,31	0,30	0,33
B	0,56	0,56	0,59	0,60	0,41	0,38	0,24	0,32	0,31
C	0,51	0,53	0,35	0,34	0,34	0,28	0,42	0,21	0,21
D	0,54	0,57	0,28	0,44	0,44	0,45	0,41	0,39	0,38
E	0,33	0,35	0,35	0,65	0,67	0,68	0,63	0,65	0,68
F	0,61	0,78	0,71	0,55	0,55	0,49	0,41	0,47	0,46
G	0,63	0,58	0,56	0,57	0,56	0,54	0,49	0,47	0,48
H	0,54	0,58	0,46	0,56	0,53	0,49	0,42	0,43	0,44
I	0,55	0,58	0,58	0,57	0,59	0,60	0,55	0,52	0,48
J	0,32	0,33	0,37	0,31	0,29	0,33	0,26	0,37	0,35
K	0,28	0,47	0,44	0,83	0,84	0,76	0,72	0,72	0,74
L	0,64	0,68	0,64	0,62	0,61	0,55	0,51	0,49	0,50
M	0,43	0,02	0,03	0,03	0,03	0,06	0,03	0,46	0,39
N	0,26	0,54	0,30	0,30	0,27	0,29	0,18	0,25	0,46
P	0,36	0,37	0,44	0,48	0,52	0,55	0,35	0,34	0,30
Q	0,52	0,52	0,39	0,39	0,37	0,36	0,25	0,25	0,24
R	0,56	0,53	0,57	0,59	0,55	0,56	0,53	0,49	0,44
S	0,51	0,48	0,44	0,43	0,42	0,34	0,36	0,36	0,37
T									
Összesen	0,45	0,31	0,29	0,30	0,30	0,28	0,28	0,31	0,31

M25: Az összes kötelezettség arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint;**Közép-Magyarország Régió, 2010-2018**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,44	0,45	0,42	0,45	0,45	0,43	0,55	0,42	0,44
B	0,52	0,63	0,50	0,48	0,55	0,48	0,51	0,53	0,39
C	0,46	0,46	0,43	0,45	0,46	0,62	0,49	0,44	0,49
D	0,35	0,35	0,38	0,35	0,33	0,35	0,33	0,34	0,38
E	0,33	0,33	0,32	0,49	0,51	0,51	0,48	0,49	0,47
F	0,58	0,58	0,49	0,50	0,53	0,50	0,53	0,53	0,78
G	0,61	0,62	0,62	0,59	0,59	0,60	0,57	0,50	0,53
H	0,61	0,62	0,58	0,57	0,57	0,51	0,52	0,75	0,74
I	0,61	0,68	0,65	0,66	0,62	0,59	0,57	0,53	0,50
J	0,43	0,61	0,46	0,42	0,49	0,44	0,45	0,45	0,50
K	0,79	0,78	0,78	0,77	0,76	0,77	0,64	0,66	0,53
L	0,69	0,72	0,67	0,70	0,70	0,67	0,64	0,60	0,57
M	0,49	0,47	0,35	0,50	0,45	0,55	0,53	0,51	0,47
N	0,60	0,62	0,45	0,58	0,60	0,54	0,38	0,38	0,54
P	0,47	0,50	0,46	0,45	0,46	0,42	0,36	0,38	0,36
Q	0,48	0,54	0,49	0,53	0,49	0,49	0,38	0,38	0,36
R	0,48	0,51	0,57	0,51	0,54	0,50	0,42	0,45	0,36
S	0,54	0,61	0,59	0,58	0,56	0,53	0,54	0,54	0,54
T	0,84	0,99	1,08	1,22	1,10	1,08	0,94	0,82	0,80
Összesen	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,56	0,59	0,57

M26: A rövid lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Dél-Dunántúl Régió, 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,27	0,27	0,26	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27
B	0,29	0,35	0,18	0,27	0,23	0,20	0,17	0,11	0,08
C	0,37	0,34	0,23	0,22	0,23	0,23	0,21	0,23	0,25
D	0,21	0,20	0,30	0,34	0,31	0,31	0,25	0,25	0,26
E	0,28	0,25	0,12	0,14	0,16	0,14	0,13	0,14	0,15
F	0,39	0,36	0,33	0,34	0,33	0,30	0,36	0,34	0,36
G	0,49	0,50	0,49	0,43	0,41	0,41	0,40	0,41	0,41
H	0,37	0,37	0,20	0,28	0,22	0,21	0,13	0,17	0,17
I	0,25	0,23	0,26	0,26	0,25	0,24	0,23	0,22	0,27
J	0,29	0,30	0,37	0,38	0,25	0,25	0,23	0,23	0,23
K	0,79	0,73	0,76	0,71	0,70	0,76	0,76	0,61	0,79
L	0,24	0,27	0,28	0,26	0,25	0,22	0,21	0,20	0,21
M	0,32	0,31	0,31	0,27	0,31	0,35	0,36	0,29	0,30
N	0,52	0,49	0,47	0,44	0,44	0,39	0,37	0,35	0,38
P	0,34	0,37	0,29	0,26	0,25	0,23	0,22	0,22	0,31
Q	0,31	0,25	0,25	0,23	0,19	0,18	0,13	0,15	0,14
R	0,31	0,33	0,37	0,28	0,30	0,22	0,21	0,25	0,30
S	0,35	0,40	0,39	0,34	0,36	0,31	0,29	0,32	0,35
T									
Összesen	0,41	0,39	0,32	0,32	0,31	0,30	0,28	0,28	0,30

M27: A rövid lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Dél-Alföld Régió, 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,27	0,28	0,27	0,25	0,23	0,22	0,21	0,20	0,19
B	0,32	0,29	0,32	0,35	0,25	0,31	0,31	0,31	0,31
C	0,39	0,38	0,32	0,35	0,34	0,36	0,34	0,30	0,33
D	0,32	0,46	0,20	0,19	0,13	0,11	0,07	0,12	0,11
E	0,22	0,21	0,18	0,25	0,30	0,26	0,23	0,33	0,32
F	0,43	0,45	0,42	0,46	0,46	0,40	0,46	0,56	0,52
G	0,52	0,51	0,49	0,46	0,44	0,46	0,43	0,44	0,46
H	0,43	0,38	0,34	0,33	0,32	0,31	0,26	0,26	0,29
I	0,41	0,38	0,40	0,36	0,35	0,34	0,32	0,34	0,32
J	0,39	0,35	0,36	0,38	0,33	0,36	0,30	0,29	0,28
K	0,75	0,75	0,60	0,63	0,66	0,66	0,68	0,71	0,74
L	0,27	0,26	0,26	0,25	0,22	0,25	0,24	0,24	0,24
M	0,32	0,30	0,31	0,28	0,36	0,46	0,50	0,49	0,48
N	0,32	0,32	0,36	0,35	0,35	0,33	0,28	0,29	0,34
P	0,25	0,27	0,16	0,16	0,16	0,16	0,17	0,17	0,18
Q	0,26	0,27	0,29	0,25	0,25	0,26	0,17	0,19	0,19
R	0,23	0,28	0,26	0,23	0,22	0,22	0,15	0,19	0,18
S	0,35	0,25	0,24	0,25	0,24	0,25	0,28	0,22	0,20
T	0,54	0,67	0,88	1,12	1,48	1,74	0,70	0,06	0,64
Összesen	0,43	0,43	0,37	0,37	0,35	0,36	0,34	0,35	0,36

M28: A rövid lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Közép-Dunántúl Régió, 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,30	0,30	0,29	0,29	0,26	0,19	0,23	0,23	0,24
B	0,38	0,29	0,28	0,26	0,30	0,44	0,20	0,27	0,29
C	0,37	0,36	0,43	0,41	0,43	0,33	0,36	0,35	0,37
D	0,26	0,26	0,25	0,33	0,36	0,28	0,33	0,33	0,36
E	0,18	0,20	0,22	0,21	0,23	0,19	0,18	0,19	0,19
F	0,45	0,44	0,45	0,49	0,45	0,43	0,39	0,55	0,52
G	0,50	0,50	0,46	0,46	0,51	0,46	0,44	0,45	0,45
H	0,39	0,44	0,41	0,37	0,35	0,31	0,27	0,31	0,31
I	0,28	0,30	0,30	0,27	0,27	0,25	0,27	0,26	0,23
J	0,43	0,42	0,43	0,43	0,40	0,26	0,18	0,26	0,18
K	0,32	0,58	0,60	0,58	0,48	0,55	0,27	0,08	0,30
L	0,29	0,33	0,28	0,32	0,28	0,28	0,20	0,33	0,24
M	0,47	0,37	0,38	0,35	0,38	0,38	0,33	0,33	0,29
N	0,48	0,36	0,33	0,27	0,26	0,29	0,27	0,18	0,17
P	0,30	0,25	0,21	0,22	0,22	0,18	0,17	0,15	0,15
Q	0,30	0,28	0,31	0,27	0,26	0,26	0,20	0,20	0,16
R	0,23	0,26	0,19	0,17	0,18	0,19	0,18	0,18	0,27
S	0,19	0,25	0,30	0,31	0,32	0,29	0,28	0,29	0,27
T		0,61	1,47	34,46	34,61	34,94	12,68	9,49	9,81
Összesen	0,37	0,38	0,40	0,39	0,40	0,33	0,33	0,33	0,35

M29: A rövid lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Észak-Magyarország Régió, 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,22	0,24	0,25	0,24	0,20	0,19	0,19	0,19	0,20
B	0,25	0,17	0,26	0,28	0,35	0,30	0,24	0,25	0,26
C	0,42	0,41	0,31	0,32	0,33	0,39	0,31	0,32	0,33
D	0,27	0,32	0,22	0,22	0,20	0,17	0,13	0,11	0,14
E	0,16	0,17	0,19	0,26	0,24	0,18	0,14	0,20	0,25
F	0,44	0,46	0,41	0,40	0,43	0,37	0,33	0,34	0,36
G	0,46	0,46	0,46	0,44	0,44	0,44	0,41	0,39	0,41
H	0,41	0,43	0,39	0,35	0,31	0,28	0,22	0,23	0,24
I	0,31	0,29	0,30	0,28	0,30	0,28	0,27	0,26	0,27
J	0,35	0,37	0,43	0,31	0,31	0,30	0,28	0,30	0,31
K	0,78	0,66	0,70	0,74	0,67	0,47	0,47	0,63	0,60
L	0,33	0,29	0,29	0,28	0,26	0,26	0,29	0,24	0,28
M	0,34	0,32	0,33	0,26	0,27	0,27	0,25	0,27	0,28
N	0,27	0,27	0,27	0,34	0,41	0,33	0,30	0,32	0,35
P	0,33	0,27	0,20	0,18	0,20	0,22	0,19	0,20	0,32
Q	0,26	0,23	0,26	0,23	0,24	0,23	0,19	0,19	0,17
R	0,29	0,43	0,37	0,36	0,28	0,28	0,28	0,33	0,42
S	0,33	0,37	0,39	0,40	0,38	0,34	0,28	0,25	0,28
T	0,39	0,06	0,50	0,59	0,00	1,00	0,70	0,75	0,54
Összesen	0,41	0,40	0,34	0,34	0,33	0,34	0,30	0,30	0,32

M30: A rövid lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Észak-Alföld Régió, 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,27	0,28	0,27	0,24	0,23	0,23	0,21	0,20	0,21
B	0,23	0,22	0,58	0,14	0,09	0,17	0,11	0,11	0,15
C	0,44	0,41	0,34	0,39	0,43	0,41	0,42	0,33	0,28
D	0,16	0,23	0,46	0,50	0,50	0,52	0,42	0,40	0,21
E	0,16	0,14	0,13	0,16	0,20	0,21	0,19	0,21	0,23
F	0,46	0,42	0,42	0,46	0,45	0,40	0,39	0,38	0,41
G	0,49	0,50	0,50	0,44	0,43	0,41	0,39	0,39	0,38
H	0,37	0,38	0,34	0,34	0,30	0,30	0,27	0,27	0,27
I	0,26	0,31	0,31	0,32	0,31	0,27	0,26	0,25	0,23
J	0,46	0,39	0,38	0,40	0,39	0,37	0,30	0,22	0,26
K	0,76	0,75	0,76	0,74	0,74	0,73	0,74	0,71	0,61
L	0,28	0,27	0,26	0,24	0,23	0,21	0,21	0,21	0,20
M	0,28	0,23	0,29	0,29	0,28	0,29	0,27	0,25	0,26
N	0,42	0,40	0,43	0,42	0,43	0,38	0,35	0,37	0,19
P	0,20	0,20	0,20	0,22	0,19	0,22	0,20	0,17	0,17
Q	0,38	0,37	0,43	0,26	0,25	0,23	0,17	0,16	0,17
R	0,26	0,26	0,27	0,26	0,22	0,22	0,24	0,22	0,34
S	0,23	0,20	0,21	0,24	0,21	0,15	0,15	0,14	0,15
T	0,71	0,45	0,34	0,59	0,11	0,11	0,09	0,06	0,06
Összesen	0,41	0,40	0,38	0,39	0,40	0,38	0,37	0,32	0,29

M31: A rövid lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Nyugat-Dunántúl Régió, 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,28	0,27	0,26	0,25	0,25	0,23	0,21	0,21	0,22
B	0,35	0,39	0,38	0,45	0,34	0,33	0,18	0,27	0,28
C	0,37	0,38	0,29	0,29	0,29	0,22	0,27	0,15	0,16
D	0,15	0,16	0,21	0,29	0,36	0,37	0,34	0,31	0,32
E	0,17	0,17	0,18	0,18	0,20	0,22	0,21	0,23	0,24
F	0,43	0,45	0,49	0,44	0,48	0,41	0,34	0,39	0,39
G	0,55	0,46	0,45	0,45	0,44	0,43	0,40	0,38	0,40
H	0,41	0,43	0,29	0,28	0,29	0,28	0,21	0,20	0,24
I	0,21	0,21	0,23	0,23	0,23	0,23	0,21	0,22	0,21
J	0,27	0,25	0,29	0,26	0,23	0,28	0,22	0,23	0,25
K	0,21	0,43	0,42	0,73	0,76	0,67	0,63	0,62	0,64
L	0,26	0,27	0,23	0,24	0,29	0,26	0,25	0,25	0,25
M	0,26	0,01	0,02	0,02	0,02	0,05	0,02	0,30	0,30
N	0,21	0,40	0,26	0,24	0,20	0,22	0,12	0,19	0,29
P	0,30	0,28	0,35	0,38	0,33	0,40	0,23	0,19	0,18
Q	0,18	0,19	0,25	0,27	0,26	0,25	0,16	0,16	0,17
R	0,24	0,23	0,26	0,27	0,26	0,34	0,25	0,30	0,31
S	0,19	0,19	0,17	0,19	0,18	0,16	0,16	0,17	0,18
T									
Összesen	0,31	0,21	0,22	0,22	0,23	0,20	0,18	0,22	0,23

M32: A rövid lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Közép-Magyarország Régió, 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,32	0,30	0,33	0,32	0,28	0,27	0,24	0,31	0,33
B	0,13	0,20	0,16	0,22	0,23	0,23	0,21	0,34	0,21
C	0,29	0,33	0,30	0,32	0,36	0,55	0,39	0,34	0,37
D	0,27	0,30	0,31	0,27	0,27	0,28	0,27	0,28	0,31
E	0,10	0,12	0,16	0,14	0,14	0,12	0,11	0,11	0,11
F	0,25	0,24	0,20	0,24	0,25	0,24	0,26	0,32	0,39
G	0,46	0,46	0,47	0,50	0,50	0,51	0,48	0,43	0,45
H	0,22	0,24	0,20	0,23	0,19	0,17	0,16	0,08	0,09
I	0,30	0,28	0,28	0,27	0,25	0,28	0,24	0,23	0,23
J	0,27	0,43	0,26	0,27	0,23	0,24	0,21	0,22	0,26
K	0,53	0,52	0,54	0,53	0,54	0,54	0,28	0,36	0,23
L	0,25	0,26	0,23	0,26	0,25	0,25	0,25	0,22	0,20
M	0,26	0,22	0,26	0,33	0,21	0,27	0,26	0,27	0,23
N	0,11	0,13	0,36	0,13	0,17	0,49	0,21	0,26	0,43
P	0,39	0,36	0,34	0,32	0,35	0,33	0,28	0,28	0,25
Q	0,34	0,33	0,35	0,29	0,29	0,30	0,23	0,23	0,23
R	0,30	0,30	0,38	0,33	0,36	0,31	0,27	0,24	0,26
S	0,35	0,38	0,31	0,37	0,38	0,32	0,31	0,29	0,31
T	0,46	0,66	0,75	0,68	0,75	0,88	0,48	0,35	0,25
Összesen	0,38	0,39	0,42	0,40	0,39	0,45	0,28	0,29	0,26

M33: A hosszú lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Dél-Dunántúl Régió, 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,13	0,15	0,15	0,15	0,13	0,11	0,11	0,10	0,11
B	0,01	0,01	0,00	0,01	0,07	0,03	0,04	0,03	0,03
C	0,12	0,12	0,07	0,07	0,07	0,08	0,08	0,08	0,09
D	0,20	0,28	0,05	0,05	0,05	0,04	0,05	0,05	0,07
E	0,22	0,22	0,61	0,63	0,59	0,65	0,63	0,59	0,63
F	0,08	0,09	0,06	0,08	0,06	0,06	0,04	0,04	0,04
G	0,10	0,11	0,10	0,13	0,14	0,12	0,11	0,10	0,10
H	0,17	0,16	0,38	0,36	0,42	0,41	0,40	0,30	0,34
I	0,42	0,45	0,42	0,41	0,37	0,28	0,26	0,29	0,30
J	0,23	0,18	0,04	0,06	0,03	0,04	0,05	0,08	0,07
K	0,10	0,07	0,05	0,11	0,11	0,12	0,13	0,28	0,08
L	0,21	0,27	0,22	0,23	0,22	0,21	0,23	0,22	0,21
M	0,11	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,09	0,10	0,12
N	0,13	0,16	0,14	0,14	0,12	0,11	0,12	0,14	0,11
P	0,10	0,09	0,15	0,09	0,13	0,18	0,07	0,15	0,13
Q	0,16	0,19	0,17	0,14	0,17	0,15	0,10	0,08	0,08
R	0,13	0,12	0,17	0,17	0,17	0,24	0,24	0,21	0,18
S	0,16	0,23	0,25	0,27	0,22	0,29	0,27	0,22	0,19
T									
Összesen	0,14	0,14	0,15	0,16	0,16	0,16	0,15	0,14	0,14

M34: A hosszú lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Dél-Alföld Régió, 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,12	0,11	0,10	0,11	0,12	0,11	0,10	0,08	0,10
B	0,08	0,09	0,09	0,07	0,06	0,08	0,07	0,01	0,01
C	0,13	0,14	0,21	0,19	0,20	0,15	0,15	0,17	0,16
D	0,35	0,25	0,06	0,04	0,09	0,08	0,08	0,04	0,10
E	0,20	0,20	0,19	0,21	0,19	0,13	0,14	0,06	0,12
F	0,12	0,10	0,10	0,08	0,07	0,07	0,06	0,04	0,05
G	0,11	0,11	0,08	0,10	0,11	0,09	0,10	0,09	0,09
H	0,16	0,18	0,17	0,17	0,19	0,16	0,18	0,16	0,14
I	0,24	0,30	0,27	0,29	0,29	0,27	0,22	0,21	0,20
J	0,09	0,13	0,11	0,10	0,10	0,08	0,08	0,07	0,07
K	0,11	0,11	0,26	0,21	0,11	0,11	0,08	0,06	0,05
L	0,31	0,31	0,30	0,30	0,29	0,26	0,24	0,23	0,24
M	0,17	0,15	0,15	0,12	0,07	0,07	0,06	0,07	0,07
N	0,36	0,36	0,30	0,25	0,20	0,18	0,14	0,13	0,12
P	0,09	0,08	0,40	0,40	0,38	0,36	0,06	0,06	0,07
Q	0,18	0,16	0,10	0,10	0,09	0,07	0,07	0,07	0,05
R	0,15	0,17	0,17	0,19	0,20	0,16	0,25	0,24	0,21
S	0,20	0,36	0,31	0,32	0,30	0,28	0,18	0,24	0,24
T	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,81	0,55
Összesen	0,15	0,15	0,17	0,16	0,15	0,13	0,12	0,12	0,12

M35: A hosszú lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Közép-Dunántúl Régió, 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,12	0,12	0,10	0,13	0,13	0,32	0,13	0,12	0,11
B	0,18	0,23	0,22	0,22	0,20	0,14	0,13	0,09	0,07
C	0,10	0,11	0,08	0,09	0,08	0,25	0,06	0,07	0,07
D	0,22	0,27	0,24	0,18	0,11	0,29	0,14	0,16	0,16
E	0,27	0,27	0,26	0,44	0,48	0,55	0,55	0,56	0,57
F	0,08	0,08	0,08	0,07	0,07	0,06	0,07	0,05	0,05
G	0,11	0,11	0,20	0,18	0,13	0,13	0,10	0,09	0,06
H	0,16	0,15	0,11	0,18	0,19	0,25	0,25	0,22	0,21
I	0,36	0,34	0,41	0,32	0,32	0,32	0,28	0,27	0,25
J	0,05	0,10	0,12	0,11	0,12	0,07	0,25	0,19	0,23
K	0,03	0,05	0,05	0,07	0,07	0,06	0,10	0,29	0,16
L	0,26	0,25	0,18	0,18	0,25	0,17	0,21	0,17	0,26
M	0,07	0,09	0,07	0,10	0,06	0,07	0,07	0,06	0,08
N	0,16	0,31	0,34	0,40	0,41	0,31	0,28	0,12	0,10
P	0,19	0,07	0,05	0,17	0,22	0,24	0,32	0,30	0,28
Q	0,25	0,20	0,13	0,08	0,08	0,08	0,07	0,07	0,07
R	0,27	0,26	0,36	0,36	0,32	0,28	0,25	0,25	0,16
S	0,38	0,43	0,15	0,15	0,15	0,17	0,12	0,08	0,06
T		0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Összesen	0,13	0,15	0,13	0,13	0,13	0,22	0,11	0,12	0,11

M36: A hosszú lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Észak-Magyarország Régió, 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,13	0,13	0,11	0,10	0,11	0,10	0,09	0,09	0,09
B	0,07	0,11	0,09	0,05	0,04	0,07	0,10	0,10	0,08
C	0,13	0,15	0,24	0,26	0,19	0,21	0,19	0,14	0,10
D	0,27	0,24	0,04	0,04	0,04	0,03	0,04	0,04	0,04
E	0,23	0,24	0,21	0,38	0,42	0,54	0,57	0,50	0,43
F	0,14	0,15	0,16	0,08	0,08	0,07	0,07	0,11	0,04
G	0,10	0,12	0,11	0,12	0,11	0,10	0,10	0,10	0,09
H	0,24	0,22	0,15	0,15	0,12	0,13	0,16	0,15	0,14
I	0,24	0,30	0,26	0,24	0,22	0,22	0,19	0,19	0,17
J	0,18	0,16	0,07	0,12	0,16	0,11	0,08	0,08	0,07
K	0,08	0,06	0,06	0,07	0,10	0,07	0,05	0,12	0,11
L	0,34	0,38	0,34	0,35	0,32	0,29	0,23	0,27	0,24
M	0,12	0,08	0,07	0,09	0,11	0,16	0,14	0,13	0,12
N	0,14	0,13	0,10	0,14	0,19	0,10	0,09	0,22	0,20
P	0,06	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,06	0,05	0,04
Q	0,23	0,27	0,15	0,21	0,19	0,18	0,13	0,17	0,14
R	0,17	0,09	0,12	0,10	0,10	0,08	0,09	0,07	0,07
S	0,17	0,18	0,14	0,13	0,10	0,12	0,12	0,08	0,06
T	0,43	0,61	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Összesen	0,16	0,17	0,18	0,19	0,16	0,17	0,16	0,14	0,12

M37: A hosszú lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Észak-Alföld Régió, 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,11	0,11	0,10	0,11	0,11	0,11	0,11	0,09	0,09
B	0,19	0,16	0,05	0,09	0,16	0,13	0,12	0,08	0,09
C	0,11	0,14	0,09	0,06	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05
D	0,39	0,33	0,06	0,08	0,08	0,05	0,03	0,03	0,25
E	0,26	0,22	0,21	0,48	0,45	0,43	0,41	0,39	0,40
F	0,07	0,08	0,08	0,08	0,07	0,08	0,08	0,08	0,07
G	0,09	0,09	0,07	0,10	0,10	0,10	0,10	0,09	0,10
H	0,19	0,19	0,16	0,17	0,18	0,17	0,17	0,21	0,21
I	0,23	0,29	0,29	0,26	0,26	0,23	0,21	0,20	0,22
J	0,09	0,14	0,16	0,15	0,14	0,10	0,10	0,25	0,21
K	0,08	0,08	0,08	0,11	0,08	0,08	0,08	0,09	0,06
L	0,34	0,35	0,29	0,28	0,27	0,25	0,24	0,23	0,20
M	0,09	0,09	0,07	0,07	0,06	0,08	0,08	0,12	0,09
N	0,12	0,13	0,16	0,14	0,14	0,16	0,16	0,18	0,04
P	0,04	0,04	0,05	0,06	0,07	0,07	0,05	0,05	0,05
Q	0,24	0,21	0,09	0,12	0,14	0,14	0,14	0,14	0,10
R	0,09	0,10	0,14	0,17	0,15	0,12	0,15	0,13	0,11
S	0,27	0,27	0,24	0,22	0,20	0,20	0,17	0,15	0,15
T	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Összesen	0,15	0,15	0,11	0,10	0,09	0,09	0,08	0,09	0,09

M38: A hosszú lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Nyugat-Dunántúl Régió, 2010-2018

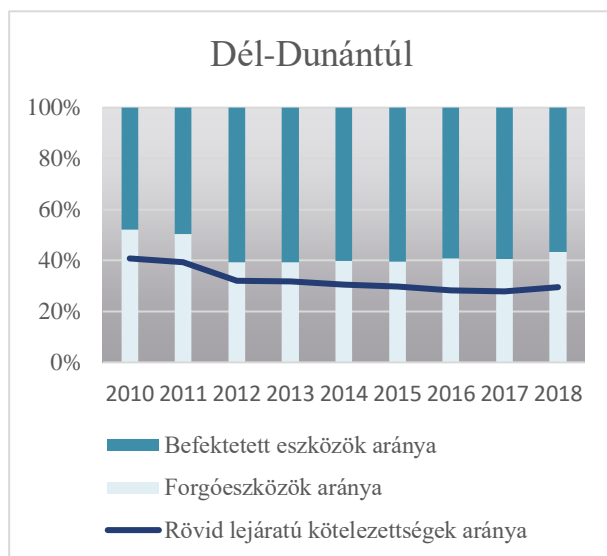
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,14	0,14	0,13	0,12	0,12	0,12	0,10	0,09	0,11
B	0,21	0,17	0,22	0,15	0,07	0,05	0,06	0,05	0,04
C	0,14	0,15	0,06	0,05	0,04	0,06	0,15	0,05	0,05
D	0,39	0,41	0,07	0,15	0,08	0,08	0,07	0,08	0,06
E	0,17	0,17	0,17	0,47	0,47	0,46	0,42	0,42	0,44
F	0,18	0,33	0,23	0,11	0,07	0,07	0,07	0,08	0,07
G	0,08	0,13	0,11	0,11	0,12	0,11	0,10	0,09	0,08
H	0,13	0,16	0,16	0,28	0,24	0,21	0,22	0,22	0,20
I	0,34	0,37	0,35	0,34	0,36	0,38	0,34	0,30	0,27
J	0,05	0,08	0,08	0,05	0,06	0,05	0,05	0,14	0,10
K	0,07	0,04	0,02	0,10	0,09	0,09	0,09	0,09	0,10
L	0,38	0,41	0,41	0,38	0,33	0,29	0,26	0,24	0,25
M	0,18	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,15	0,10
N	0,04	0,15	0,04	0,06	0,07	0,08	0,06	0,05	0,16
P	0,06	0,08	0,09	0,11	0,20	0,15	0,12	0,16	0,11
Q	0,34	0,32	0,15	0,12	0,11	0,11	0,10	0,09	0,08
R	0,32	0,30	0,31	0,32	0,30	0,22	0,28	0,20	0,13
S	0,32	0,30	0,27	0,24	0,24	0,17	0,21	0,18	0,19
T									
Összesen	0,14	0,10	0,08	0,08	0,07	0,07	0,10	0,09	0,08

M39: A hosszú lejáratú kötelezettségek arányának átlagos értékei fő tevékenységi körök szerint; Közép-Magyarország Régió, 2010-2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A	0,12	0,15	0,09	0,14	0,16	0,16	0,32	0,11	0,12
B	0,39	0,43	0,33	0,25	0,32	0,25	0,30	0,19	0,18
C	0,17	0,13	0,12	0,13	0,10	0,07	0,10	0,11	0,12
D	0,08	0,05	0,07	0,08	0,07	0,06	0,06	0,05	0,08
E	0,23	0,21	0,16	0,35	0,37	0,39	0,38	0,39	0,36
F	0,33	0,35	0,29	0,26	0,28	0,26	0,27	0,21	0,39
G	0,15	0,16	0,14	0,09	0,09	0,08	0,08	0,08	0,08
H	0,39	0,38	0,39	0,35	0,38	0,34	0,36	0,67	0,65
I	0,31	0,40	0,37	0,39	0,37	0,31	0,34	0,29	0,27
J	0,16	0,17	0,20	0,16	0,26	0,20	0,25	0,23	0,24
K	0,26	0,26	0,24	0,24	0,22	0,23	0,36	0,31	0,30
L	0,45	0,47	0,44	0,44	0,45	0,42	0,38	0,37	0,37
M	0,23	0,25	0,09	0,17	0,24	0,27	0,28	0,24	0,24
N	0,49	0,49	0,09	0,45	0,43	0,05	0,17	0,13	0,11
P	0,08	0,14	0,12	0,13	0,11	0,10	0,09	0,10	0,11
Q	0,15	0,21	0,14	0,23	0,20	0,19	0,15	0,15	0,13
R	0,19	0,21	0,19	0,18	0,18	0,19	0,14	0,21	0,10
S	0,19	0,23	0,28	0,21	0,18	0,21	0,23	0,25	0,23
T	0,38	0,33	0,33	0,53	0,35	0,20	0,46	0,47	0,55
Összesen	0,26	0,25	0,22	0,24	0,25	0,20	0,27	0,30	0,31

4-39. mellékletek forrásai: Saját szerkesztés NAV által rendelkezésemre bocsátott adatbázis alapján.

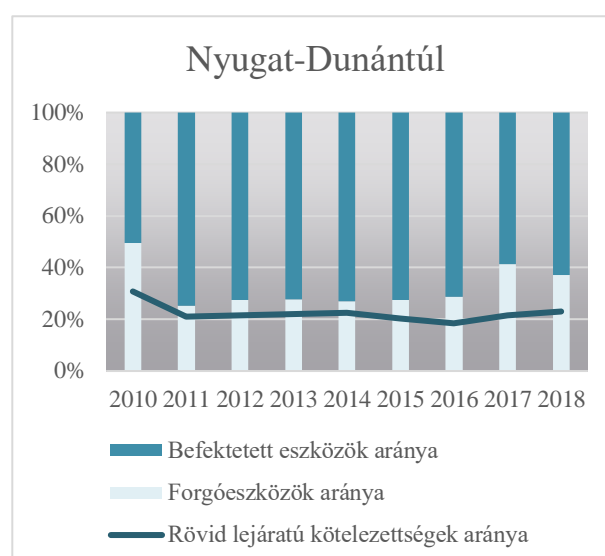
M40: Eszközök összetétele és a nettó forgótőke a Dél-Dunántúl Régióban 2010-2018



Megjegyzés: Forgóeszközök – rövid lejáratú kötelezettségek = nettó forgótőke

Forrás: Saját szerkesztés NAV által rendelkezésemre bocsátott adatbázis alapján.

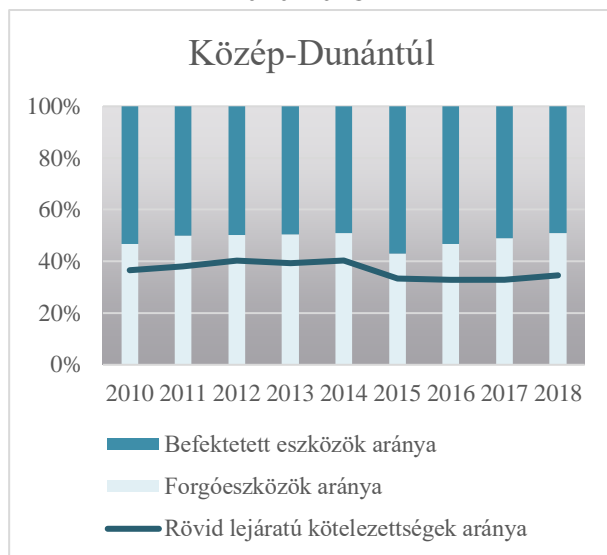
M42: Eszközök összetétele és a nettó forgótőke a Nyugat-Dunántúl Régióban 2010-2018



Megjegyzés: Forgóeszközök – rövid lejáratú kötelezettségek = nettó forgótőke

Forrás: Saját szerkesztés NAV által rendelkezésemre bocsátott adatbázis alapján.

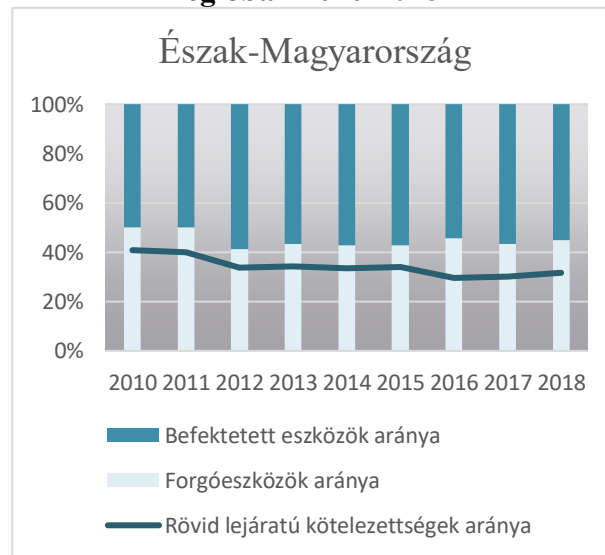
M41: Eszközök összetétele és a nettó forgótőke a Közép-Dunántúl Régióban 2010-2018



Megjegyzés: Forgóeszközök – rövid lejáratú kötelezettségek = nettó forgótőke

Forrás: Saját szerkesztés NAV által rendelkezésemre bocsátott adatbázis alapján.

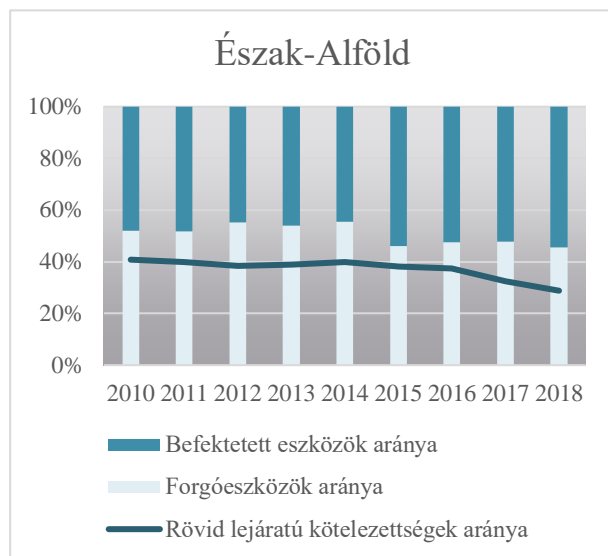
M43: Eszközök összetétele és a nettó forgótőke az Észak-Magyarország Régióban 2010-2018



Megjegyzés: Forgóeszközök – rövid lejáratú kötelezettségek = nettó forgótőke

Forrás: Saját szerkesztés NAV által rendelkezésemre bocsátott adatbázis alapján.

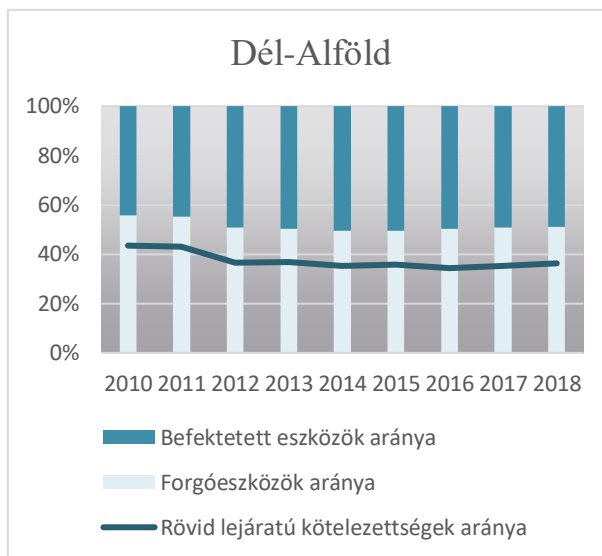
M44: Eszközök összetétele és a nettó forgótőke az Észak-Alföld Régióban 2010-2018



Megjegyzés: Forgóeszközök – rövid lejáratú kötelezettségek = nettó forgótőke

Forrás: Saját szerkesztés NAV által rendelkezésemre bocsátott adatbázis alapján.

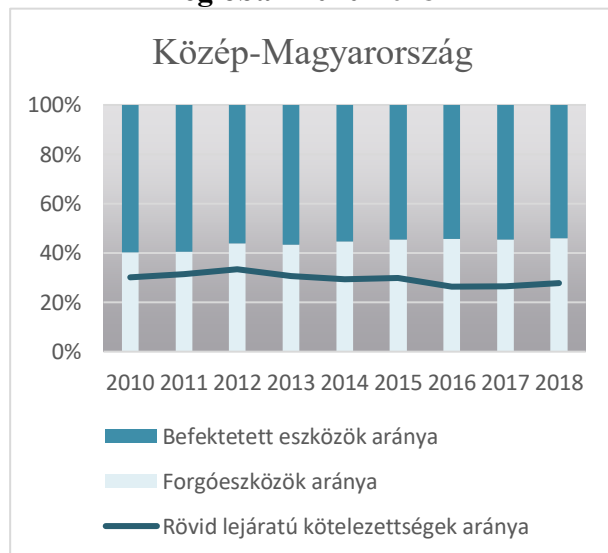
M46: Eszközök összetétele és a nettó forgótőke a Dél-Alföld Régióban 2010-2018



Megjegyzés: Forgóeszközök – rövid lejáratú kötelezettségek = nettó forgótőke

Forrás: Saját szerkesztés NAV által rendelkezésemre bocsátott adatbázis alapján.

M45: Eszközök összetétele és a nettó forgótőke a Közép-Magyarország Régióban 2010-2018



Megjegyzés: Forgóeszközök – rövid lejáratú kötelezettségek = nettó forgótőke

Forrás: Saját szerkesztés NAV által rendelkezésemre bocsátott adatbázis alapján.

M47: A vállalkozások tőkeszerkezetének összehasonlítása TEÁOK főcsoportok szerint

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K
Tőkeáttétel (teljes)	0,672	0,39	0,687	0,959	0,764	0,725	0,748	0,81	0,288	0,497	0,499
Tőkeáttétel (HLK)	0,178	0,079	0,136	0,336	0,174	0,087	0,122	0,211	0,096	0,05	0,155
Tőkeáttétel (RLK)	0,493	0,311	0,551	0,623	0,59	0,639	0,627	0,599	0,192	0,447	0,344
Tőkeerősség	-1,298	17,029	6,015	-4,207	0,114	-8,426	-12,72	-10,347	-24,785	-9,007	-1,741
	L	M	N	P	Q	R	S	F	Sig.	p	
Tőkeáttétel (teljes)	0,874	0,49	0,628	0,297	0,353	0,33	0,176	98,088	0	***	
Tőkeáttétel (HLK)	0,36	0,079	0,098	0,071	0,09	0,047	0,037	107,574	0	***	
Tőkeáttétel (RLK)	0,514	0,41	0,529	0,225	0,263	0,283	0,139	84,634	0	***	
Tőkeerősség	-25,839	-7,975	-6,59	-3,742	-1,189	-28,026	-20,128	2,975	0	***	
* p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001											

Forrás: Saját szerkesztés SPSS output tábla alapján.

M48: A faktoranalízis eredményei

KMO and Bartlett's Test		
Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		0,769
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	5297398,793
	df	78
	Sig.	0,000

Communalities		
	Initial	Extraction
ROE (Binned) 10	1,000	0,644
ROA (Binned) 10	1,000	0,926
ROS (Binned) 10	1,000	0,904
Össztőke jövedelmezősége (Binned) 10	1,000	0,925
Tőkeáttétel (Σ köt/ST) (teljes) (Binned) 10	1,000	0,520
Tőkeerősség (Binned) 10	1,000	0,952
Tartós forrás/összes tőke (Binned) 10	1,000	0,837
HLBankhitel/Összes tőke (Binned) 10	1,000	0,547
Eladósodottság (teljes) (Binned) 10	1,000	0,952
Export árbevétel aránya (Binned) 12	1,000	0,592
Külföldi tulajdon aránya (Binned) 4	1,000	0,685
Szállítók/RLK (Binned) 8	1,000	0,406
Működési profithányad (Binned) 10	1,000	0,881
Extraction Method: Principal Component Analysis.		

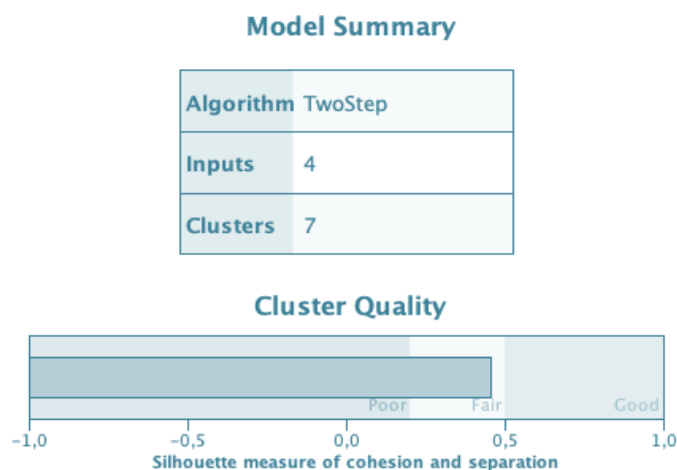
Total Variance Explained									
Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
	1	4,275	32,886	32,886	4,275	32,886	32,886	4,122	31,706
2	3,164	24,341	57,227	3,164	24,341	57,227	2,937	22,591	54,296
3	1,227	9,435	66,662	1,227	9,435	66,662	1,514	11,643	65,939
4	1,104	8,491	75,153	1,104	8,491	75,153	1,198	9,214	75,153
5	0,840	6,461	81,615						
6	0,803	6,175	87,789						
7	0,727	5,589	93,378						
8	0,366	2,815	96,193						
9	0,257	1,976	98,169						
10	0,198	1,522	99,691						
11	0,032	0,249	99,940						
12	0,008	0,059	99,999						
13	9,515E-05	0,001	100,000						
Extraction Method: Principal Component Analysis.									

Component Matrix ^a				
	Component			
	1	2	3	4
ROA (Binned) 10	0,959	0,047	-0,052	-0,031
Össztőke jövedelmezősége (Binned) 10	0,959	0,045	-0,051	-0,032
ROS (Binned) 10	0,949	0,020	-0,059	-0,018
Működési profithányad (Binned) 10	0,937	0,033	-0,046	-0,006
ROE (Binned) 10	0,646	0,343	-0,223	-0,244
Eladósodottság (teljes) (Binned) 10	-0,238	0,928	-0,159	-0,090
Tőkeerősség (Binned) 10	0,238	-0,928	0,159	0,091
Tartós forrás/összes tőke (Binned) 10	0,158	-0,873	0,192	0,112
Tőkeáttétel (Σköt/ST) (teljes) (Binned) 10	0,184	0,547	0,262	0,344
Export árbevétel aránya (Binned) 12	0,147	0,173	0,687	-0,263
Szállítók/RLK (Binned) 8	0,161	0,388	0,390	0,278
Külföldi tulajdon aránya (Binned) 4	-0,048	0,078	0,514	-0,643
HLBankhitel/Összes tőke (Binned) 10	0,138	0,264	0,351	0,579

Extraction Method: Principal Component Analysis.
a. 4 components extracted.

Forrás: Saját szerkesztés SPSS output tábla alapján.

M49: A two-step klasztereljárás eredménye



Forrás: Saját szerkesztés SPSS output tábla alapján.

M50: Banki finanszírozás és a ROE kapcsolata tevékenységi körök szerint

		tőkeerős	banki finanszírozásnak kitett	banki finanszírozásnak erősen kitett	Total	
A - mezőgazdaság, erdőgazdálkodás, halászat	ROE	<= -,248	7,9%	1,0%	3,6%	6,6%
		-,247 - -,038	11,8%	4,9%	5,7%	10,2%
		-,037 - ,000	11,6%	4,4%	2,8%	9,4%
		,001 - ,025	11,3%	21,4%	13,0%	12,1%
		,026 - ,069	12,0%	23,2%	22,7%	14,7%
		,070 - ,132	11,4%	20,9%	20,7%	13,8%
		,133 - ,223	10,7%	13,4%	13,9%	11,5%
		,224 - ,366	8,6%	5,2%	9,9%	8,7%
		,367 - ,648	8,4%	4,6%	5,4%	7,6%
		,649+	6,6%	1,0%	2,2%	5,4%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
B - bányászat, kőfejtés	ROE	<= -,248	10,4%		6,5%	9,8%
		-,247 - -,038	8,7%	18,2%		8,2%
		-,037 - ,000	17,3%		9,7%	16,2%
		,001 - ,025	13,1%	18,2%	16,1%	13,5%
		,026 - ,069	6,9%	18,2%	3,2%	6,9%
		,070 - ,132	8,4%	18,2%	22,6%	9,8%
		,133 - ,223	11,3%	9,1%	12,9%	11,4%
		,224 - ,366	5,4%	9,1%	9,7%	5,8%
		,367 - ,648	8,7%	9,1%	12,9%	9,0%
		,649+	9,9%		6,5%	9,3%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
C - feldolgozóipar	ROE	<= -,248	9,3%	2,1%	4,5%	8,2%
	(Binne d)	-,247 - -,038	9,9%	2,8%	4,2%	8,7%
		-,037 - ,000	9,7%	2,2%	1,7%	8,1%
		,001 - ,025	10,5%	12,8%	10,8%	10,6%
		,026 - ,069	11,3%	15,5%	15,9%	12,2%
		,070 - ,132	11,5%	17,4%	17,9%	12,8%
		,133 - ,223	10,6%	19,4%	16,7%	11,9%
		,224 - ,366	9,8%	15,2%	14,8%	10,8%
		,367 - ,648	9,6%	9,5%	9,3%	9,6%
		,649+	7,9%	3,0%	4,3%	7,1%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
D - villamosenergia-, gáz-, hőellátás, légkondicionálás	ROE	<= -,248	11,0%	6,7%	5,0%	10,5%
		-,247 - -,038	21,5%	6,7%	20,8%	21,3%
		-,037 - ,000	31,0%		8,9%	29,0%
		,001 - ,025	10,1%	26,7%	17,8%	10,8%
		,026 - ,069	6,1%	20,0%	13,9%	6,8%
		,070 - ,132	5,5%	6,7%	8,9%	5,8%
		,133 - ,223	3,5%	6,7%	8,9%	3,9%
		,224 - ,366	3,1%		7,9%	3,4%
		,367 - ,648	2,7%	20,0%	3,0%	2,9%
		,649+	5,6%	6,7%	5,0%	5,6%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
E - vízellátás, szennyvíz gyűjtése, kezelése, hulladékgazdálkodás, szennyvezetékmentesítés	ROE	<= -,248	8,4%	11,9%	5,3%	8,1%
		-,247 - -,038	12,6%	7,1%	7,5%	11,8%
		-,037 - ,000	12,8%	4,8%	4,5%	11,5%
		,001 - ,025	10,8%	23,8%	13,5%	11,7%
		,026 - ,069	8,7%	7,1%	10,5%	8,9%
		,070 - ,132	8,8%	7,1%	9,8%	8,9%
		,133 - ,223	9,1%	7,1%	19,5%	10,3%
		,224 - ,366	10,2%	16,7%	17,3%	11,3%
		,367 - ,648	10,5%	7,1%	9,0%	10,2%
		,649+	8,0%	7,1%	3,0%	7,4%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
F - építőipar	ROE)	<= -,248	8,8%	2,3%	5,1%	8,2%
		-,247 - -,038	9,3%	2,4%	3,9%	8,6%
		-,037 - ,000	10,4%	1,4%	1,5%	9,3%
		,001 - ,025	8,6%	10,3%	10,3%	8,8%
		,026 - ,069	9,1%	12,9%	12,5%	9,6%
		,070 - ,132	9,4%	14,6%	12,9%	9,9%
		,133 - ,223	9,7%	15,6%	14,8%	10,3%
		,224 - ,366	10,9%	16,5%	16,8%	11,7%
		,367 - ,648	12,6%	17,4%	16,0%	13,1%
		,649+	11,3%	6,6%	6,0%	10,6%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

G - kereskedelem, gépjárműjavítás	ROE	<= -,248	10,1%	2,0%	4,1%	9,3%
		-,247 - -,038	10,1%	2,3%	4,1%	9,3%
		-,037 - ,000	11,4%	1,7%	2,1%	10,2%
		,001 - ,025	9,2%	9,0%	9,3%	9,2%
		,026 - ,069	10,5%	13,8%	13,2%	10,8%
		,070 - ,132	10,5%	16,7%	16,3%	11,2%
		,133 - ,223	10,3%	19,2%	17,1%	11,2%
		,224 - ,366	10,0%	17,8%	16,4%	10,8%
		,367 - ,648	9,1%	12,1%	12,1%	9,5%
		,649+	8,9%	5,4%	5,3%	8,4%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
H - szállítás, raktározás	ROE	<= -,248	10,3%	3,1%	4,9%	9,1%
		-,247 - -,038	10,8%	4,7%	5,1%	9,6%
		-,037 - ,000	11,9%	0,8%	2,9%	9,9%
		,001 - ,025	8,2%	9,8%	9,8%	8,5%
		,026 - ,069	8,9%	12,6%	12,6%	9,7%
		,070 - ,132	9,3%	16,1%	14,6%	10,4%
		,133 - ,223	10,5%	19,3%	16,5%	11,8%
		,224 - ,366	10,3%	14,2%	17,1%	11,7%
		,367 - ,648	10,3%	12,6%	12,1%	10,7%
		,649+	9,5%	6,7%	4,2%	8,5%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
I - szálláshely- szolgáltatás, vendéglátás	ROE	<= -,248	11,8%	3,2%	5,7%	11,2%
		-,247 - -,038	10,6%	4,0%	5,5%	10,1%
		-,037 - ,000	13,3%	5,6%	5,3%	12,6%
		,001 - ,025	8,3%	10,5%	10,9%	8,6%
		,026 - ,069	8,1%	13,7%	12,5%	8,5%
		,070 - ,132	8,3%	15,3%	12,2%	8,7%
		,133 - ,223	8,0%	11,3%	15,0%	8,6%
		,224 - ,366	8,4%	21,8%	14,8%	9,1%
		,367 - ,648	9,3%	8,1%	10,6%	9,4%
		,649+	13,7%	6,5%	7,6%	13,1%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
J - információ, kommunikáció	ROE	<= -,248	10,9%	5,2%	4,6%	10,5%
		-,247 - -,038	12,1%	2,6%	6,6%	11,7%
		-,037 - ,000	12,3%		2,3%	11,6%
		,001 - ,025	8,3%	10,5%	8,0%	8,3%
		,026 - ,069	9,1%	9,4%	11,0%	9,2%
		,070 - ,132	8,5%	15,2%	12,7%	8,8%
		,133 - ,223	8,6%	14,7%	16,5%	9,1%
		,224 - ,366	9,2%	17,3%	13,4%	9,5%
		,367 - ,648	10,3%	15,7%	13,9%	10,6%
		,649+	10,6%	9,4%	11,1%	10,6%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
K - pénzügyi, biztosítási tevékenység	ROE	<= -,248	7,8%		8,0%	7,7%
		-,247 - -,038	11,6%	6,3%	6,6%	11,3%
		-,037 - ,000	17,2%	4,7%	3,4%	16,2%
		,001 - ,025	10,1%	15,6%	11,0%	10,2%
		,026 - ,069	9,2%	7,8%	12,9%	9,5%
		,070 - ,132	9,0%	20,3%	13,2%	9,4%
		,133 - ,223	8,7%	14,1%	12,0%	9,0%
		,224 - ,366	8,9%	12,5%	13,9%	9,2%
		,367 - ,648	9,0%	10,9%	12,0%	9,2%
		,649+	8,5%	7,8%	7,1%	8,4%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
L - ingatlanügyletek	ROE	<= -,248	6,9%	1,5%	3,2%	6,4%
		-,247 - -,038	12,4%	6,4%	7,9%	11,8%
		-,037 - ,000	17,9%	5,8%	4,8%	16,5%
		,001 - ,025	12,2%	16,1%	11,4%	12,2%
		,026 - ,069	10,8%	16,1%	13,6%	11,2%
		,070 - ,132	9,1%	16,7%	16,1%	9,9%
		,133 - ,223	8,3%	10,6%	14,3%	8,9%
		,224 - ,366	7,3%	8,5%	13,0%	7,9%
		,367 - ,648	7,0%	11,5%	10,2%	7,4%
		,649+	8,0%	7,0%	5,6%	7,8%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

M - szakmai, tudományos, műszaki tevékenység	ROE	<= -,248	9,0%	2,4%	5,6%	8,7%
		-,247 - -,038	11,7%	4,2%	6,8%	11,3%
		-,037 - ,000	11,9%	2,2%	2,3%	11,2%
		,001 - ,025	9,4%	8,7%	9,2%	9,4%
		,026 - ,069	9,9%	10,7%	11,6%	10,0%
		,070 - ,132	9,2%	9,9%	13,0%	9,4%
		,133 - ,223	9,5%	14,9%	13,6%	9,8%
		,224 - ,366	9,5%	17,9%	15,2%	10,0%
		,367 - ,648	10,8%	17,5%	15,1%	11,2%
		,649+	9,0%	11,5%	7,6%	9,0%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
N - adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység	ROE	<= -,248	10,3%	1,7%	6,3%	9,9%
		-,247 - -,038	10,5%	3,4%	5,7%	10,0%
		-,037 - ,000	13,1%	1,7%	2,6%	12,1%
		,001 - ,025	8,4%	13,9%	9,5%	8,6%
		,026 - ,069	8,9%	9,3%	10,1%	9,0%
		,070 - ,132	9,1%	11,0%	12,4%	9,3%
		,133 - ,223	9,0%	16,9%	14,3%	9,6%
		,224 - ,366	10,3%	16,9%	15,9%	10,9%
		,367 - ,648	11,1%	17,7%	14,9%	11,5%
		,649+	9,3%	7,6%	8,3%	9,2%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
P - oktatás	ROE	<= -,248	10,7%	4,2%	5,4%	10,4%
		-,247 - -,038	13,3%	4,2%	5,9%	12,9%
		-,037 - ,000	11,1%		4,0%	10,6%
		,001 - ,025	9,6%	8,3%	8,4%	9,5%
		,026 - ,069	10,8%	8,3%	17,8%	11,1%
		,070 - ,132	9,7%	12,5%	10,4%	9,8%
		,133 - ,223	9,2%	12,5%	12,9%	9,5%
		,224 - ,366	9,2%	33,3%	12,4%	9,5%
		,367 - ,648	9,2%	8,3%	15,8%	9,6%
		,649+	7,2%	8,3%	6,9%	7,2%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Q - humán-egészségügyi, szociális ellátás	ROE	<= -,248	6,5%		4,3%	6,2%
		-,247 - -,038	9,1%	3,4%	4,2%	8,4%
		-,037 - ,000	7,8%	1,1%	0,6%	6,9%
		,001 - ,025	7,0%	3,4%	5,1%	6,7%
		,026 - ,069	8,6%	13,5%	11,1%	8,9%
		,070 - ,132	11,2%	11,2%	11,5%	11,2%
		,133 - ,223	12,2%	21,3%	17,8%	13,0%
		,224 - ,366	14,0%	23,6%	20,1%	14,9%
		,367 - ,648	15,6%	15,7%	19,2%	16,0%
		,649+	7,9%	6,7%	6,2%	7,7%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
R - művészet, szórakoztatás, szabadidő	ROE	<= -,248	11,9%	3,1%	6,9%	11,6%
		-,247 - -,038	11,5%	6,3%	7,4%	11,3%
		-,037 - ,000	14,3%	6,3%	5,2%	13,7%
		,001 - ,025	9,3%	6,3%	10,8%	9,4%
		,026 - ,069	9,3%	6,3%	14,3%	9,5%
		,070 - ,132	8,4%	25,0%	11,7%	8,7%
		,133 - ,223	8,7%	18,8%	11,3%	9,0%
		,224 - ,366	9,0%	12,5%	15,2%	9,3%
		,367 - ,648	8,2%	15,6%	10,8%	8,4%
		,649+	9,3%		6,5%	9,0%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
S - egyéb szolgáltatás	ROE	<= -,248	13,4%	2,9%	10,2%	13,1%
		-,247 - -,038	12,3%	8,8%	7,4%	12,0%
		-,037 - ,000	12,2%		3,1%	11,5%
		,001 - ,025	9,6%	14,7%	10,5%	9,7%
		,026 - ,069	9,1%	14,7%	14,1%	9,5%
		,070 - ,132	8,8%	11,8%	11,7%	9,0%
		,133 - ,223	8,5%	26,5%	16,4%	9,2%
		,224 - ,366	8,9%	5,9%	10,9%	9,0%
		,367 - ,648	7,7%	8,8%	9,4%	7,9%
		,649+	9,4%	5,9%	6,3%	9,2%
	Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Total	ROE	<= -,248	9,5%	2,2%	4,7%	8,8%
		-,247 - -,038	10,9%	3,4%	5,3%	10,2%
		-,037 - ,000	12,4%	2,2%	2,6%	11,2%
		,001 - ,025	9,4%	11,5%	10,1%	9,5%
		,026 - ,069	9,9%	13,9%	13,7%	10,4%
		,070 - ,132	9,7%	15,7%	15,2%	10,3%
		,133 - ,223	9,6%	16,9%	15,5%	10,3%
		,224 - ,366	9,6%	15,6%	15,1%	10,3%
		,367 - ,648	9,9%	12,6%	12,1%	10,2%
		,649+	9,2%	5,8%	5,7%	8,8%
		Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Forrás: Saját szerkesztés SPSS output tábla alapján.

KÖSZÖNETNYILVÁNÍTÁS

Öröm és büszkeség tölt el, amiért elkészülhetett ez az értekezés, amelyért köszönettel tartozom mindazoknak, akik a PhD. tanulmányaim során mellettem álltak, segítettek a disszertációm elkészítésében mind szakmai, mind személyes támogatásukkal.

Elsőként témavezetőmnek, **Dr. Pataki Lászlónak** szeretném kifejezni köszönetemet, aki áldozatos munkájával már az MSc tanulmányaim óta támogatja tudományos tevékenységemet. Hálás vagyok, hogy mindvégig hitt bennem, segítette kutató munkámat, publikációs tevékenységemet, irányt mutatott értekezésem megírásához.

Köszönöm **Dr. Ambrus Rita Anna** és **Vajna Istvánné Dr. Tangl Anita** egyetemi docens asszonyoknak, **Törőné Dr. Dunay Anna** egyetemi tanár asszonynak a munkahelyi vitán kapott értékes és konstruktív kritikákat, amelyek hozzájárultak disszertációm szakmai színvonalához.

Köszönettel tartozom a **Gazdaság- és Regionális Tudományi Doktori Iskola** (illetve a Gazdálkodás- és Szervezéstudományi Doktori Iskola) **valamennyi oktatójának, munkatársának**, akik számos szakmai és adminisztratív segítséget nyújtottak a doktori képzés ideje alatt.

Végül, de nem utolsó sorban óriási hála és köszönet illeti a **családomat és barátaimat**, akik türelemmel, megértéssel és nem kevés áldozatvállalással járultak hozzá ahhoz, hogy ez az értekezés elkészülhetett.