

DOKTORI (PhD) ÉRTEKEZÉS

GÁL VERONIKA ALEXANDRA

**KAPOSVÁRI EGYETEM
GAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR**

2013

KAPOSVÁRI EGYETEM
GAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR
Pénzügy és Közgazdaságtan Tanszék

Doktori Iskola vezetője:
DR. KEREKES SÁNDOR
egyetemi tanár

Témavezető:
DR. PARÁDI-DOLGOS ANETT
egyetemi docens

A MAGYAR KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOK
TŐKESZERKEZETÉNEK SAJÁTOSSÁGAI

Készítette:
GÁL VERONIKA ALEXANDRA

KAPOSVÁR

2013

DOI: 10.17166/KE.2014.001

TARTALOMJEGYZÉK

1.	BEVEZETÉS.....	4
2.	IRODALMI ÁTTEKINTÉS	6
2.1.	A kkv-k fogalma és gazdasági jelentőségük.....	6
2.1.1.	A magyar kkv-k regionális különbségei.....	7
2.2.	A vállalat fogalma és működése	8
2.3.	A vállalat értéke.....	10
2.4.	Beruházási és finanszírozási döntések	11
2.5.	Tőkeszerkezet és tőkeszerkezeti politika	13
2.5.1.	Külső és belső finanszírozás	14
2.5.2.	Saját tőke és idegen tőke	17
2.5.3.	A kkv-k finanszírozási sajátosságai	18
2.5.4.	Mikrohitelezés.....	20
2.5.5.	A tőkeszerkezet mérése	21
2.6.	Tőkeszerkezet-elméletek	22
2.6.1.	Modigliani és Miller első tétele (MM I.).....	24
2.6.2.	Modigliani és Miller második tétele (MM II.).....	26
2.6.3.	Az adók hatása a finanszírozási döntésekre.....	29
2.6.4.	Választásos elmélete (Trade-off Theory)	33
2.6.5.	Az ügynökelmélet (Agency Theory).....	36
2.6.6.	Hierarchia elmélet (Packing Order Theory)	37
2.6.6.1.	Hierarchia elmélet a kkv-k esetén	39
2.6.7.	Tőkeszerkezet-elméletek a magyar kkv-k esetén.....	40
2.7.	A tőkeszerkezet befolyásoló tényezői.....	41
2.7.1.	Exogén tényezők hatása a tőkeszerkezetre.....	41
2.7.1.1.	Makroökonómiai jellemzők	41
2.7.1.2.	Jogrendszer.....	43
2.7.1.3.	Pénzügyi közvetítőrendszer fejlettsége.....	46
2.7.1.4.	Adórendszer	48
2.7.1.5.	Vállalkormányzás	48
2.7.1.6.	Input és output piaci jellemzők	50

2.7.2.	Endogén tényezők hatása a tőkeszerkezetre	51
2.7.2.1.	A vállalat mérete	51
2.7.2.2.	Kor	53
2.7.2.3.	Eszközök összetétele és eszköz(tőke)igényesség	54
2.7.2.4.	A vállalat növekedése	56
2.7.2.5.	Növekedési lehetőségek és befektetési hajlandóság	57
2.7.2.6.	Lejárati illeszkedés	58
2.7.2.7.	Jövedelmezőség és eredményesség	59
2.7.2.8.	Likviditás és a nemfizetés kockázata, jelzésérték	60
2.7.2.9.	Üzleti kockázat	62
2.7.2.10.	Adóterhelés és nem adósságjellegű adó megtakarítás	63
2.7.2.11.	Termékegyediség és működési tőkeáttétel	65
2.7.2.12.	Tulajdonosi összetétel	66
2.7.2.13.	Tevékenység jellege	68
2.7.2.14.	Exportorientáció	69
2.7.2.15.	Területi elhelyezkedés	71
2.7.2.16.	Piaci pozíció	71
2.7.2.17.	Egyéb tényezők	73
3.	A DISSZERTÁCIÓ CÉLKITŰZÉSEI	75
4.	ANYAG ÉS MÓDSZER	82
4.1.	Az adatbázis felépítése	84
4.1.1.	Az adatbázisban található háttérváltozók	84
4.1.2.	Saját adatbázis kialakítása	85
4.2.	Alkalmazott mutatószámok	87
4.2.1.	Tőkeszerkezeti mutatók	88
4.2.2.	A tőkeszerkezet meghatározó tényezőinek mutatószámai	89
5.	EREDMÉNYEK ÉS ÉRTÉKELÉSÜK	93
5.1.	A kkv-szektor szerkezetének jellemzése	93
5.2.	A magyar társas kkv-k tőkeszerkezete	96
5.2.1.	Tőkeszerkezeti klaszterek	96
5.2.2.	A tőkeszerkezeti klaszterek dinamikája	98
5.2.3.	Háttérváltozók a tőkeszerkezeti klaszterek tükrében	100

5.2.4.	Tevékenységi klaszterek.....	102
5.2.5.	Háttérváltozók varianciaanalízise	103
5.2.6.	Determinánsok mutatói a tőkeszerkezeti klaszterekben.....	105
5.2.7.	Determinánsok tesztelése	107
5.2.8.	Többtényezős regressziós modellek.....	110
5.2.8.1.	Az eladósodottsági mutatót befolyásoló tényezők	111
5.2.8.2.	A saját tőke arányt befolyásoló tényezők	114
5.2.8.3.	A szállítók arányát befolyásoló tényezők	116
6.	KÖVETKEZTETÉSEK.....	120
7.	ÚJ TUDOMÁNYOS EREDMÉNYEK.....	132
8.	ÖSSZEFOGLALÁS	135
9.	SUMMARY	138
10.	KÖSZÖNETNYILVÁNÍTÁS.....	141
11.	IRODALOMJEGYZÉK.....	143
12.	ÁBRÁK ÉS TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE	152
13.	A DISSZERTÁCIÓ TÉMAKÖRÉBŐL MEGJELENT PUBLIKÁCIÓK	153
14.	A DISSZERTÁCIÓ TÉMAKÖRÉN KÍVÜLI PUBLIKÁCIÓK.....	156
15.	SZAKMAI ÉLETRAJZ	160
16.	MELLÉKLETEK	161

1. BEVEZETÉS

A mikro-, kis- és középvállalkozások a gazdaság motorjai. Nagyon fontos szerepet töltenek be a foglalkoztatásban és a gazdaság fejlődésében, ezért a működésüket támogató és a finanszírozási forrásokhoz való hozzáférésüket elősegítő intézkedések a gazdaságpolitika fontos feladatai közé tartoznak.

Minél kisebb vállalatméretet vizsgálunk, annál inkább szembesülünk azzal, hogy a kkv-k folyamatos rövidtávú- és hosszútávú finanszírozási nehézségekkel küzdenek. Ezért disszertációm írása kezdetén célul tűztem ki magam elé, hogy feltérképezzem azokat a tényezőket, amelyek befolyással vannak a magyar kis- és középvállalkozások tőkeszerkezetére, a saját tőkéjük, a hosszú- és rövidlejáratú kötelezettségeik állományára és arányára.

A vállalatok tőkeszerkezetét magyarázó elméletek több mint ötven éves múltra tekintenek vissza. A legkorábbi és azóta is meghatározó jelentőségű teóriák és empirikus eredmények az ötvenes években az Egyesült Államokban születtek. A rendszerváltás és a tőzsde megszületése óta már Magyarországon is készülnek olyan jellegű statisztikák, amelyek lehetővé teszik magyar vállalatokra vonatkozó elemzések készítését.

A legkorábbi vizsgálatok nagyvállalatok és elsősorban tőzsdei cégek adatain alapultak. Később az elemzések egy-egy szektorra (pl. feldolgozóipar) koncentráltak, de már minden vállalatméret figyelembe vételével. A kifejezetten csak kkv-k tőkeszerkezetét bemutató tanulmányok a 2000-es évek után jelentek meg. Ezek alapvetően a nagyvállalati mintán feltárt összefüggések és érvényesülő elméletek teszteléseiként szolgáltak, de egyre gyakrabban tűntek fel már olyan meghatározó tényezők is, amelyek kifejezetten csak a kkv-kra értelmezhetőek (pl. hogy a tulajdonos és a menedzser egy azon személy).

Disszertációmban elsőként a téma szempontjából legfontosabb fogalmakat és összefüggéseket tárgyalom a kapcsolódó szakirodalmak alapján, majd a tőkeszerkezeti elméleteket követően a tőkestruktúra meghatározó tényezőinek feltérképezésére koncentrálok. Korábbi hazai és nemzetközi, nagyvállalati, kkv- vagy vegyes mintákon végzett vizsgálatok eredményei alapján felsorakoztatom a tőkeszerkezetet befolyásoló külső és belső tényezőket.

Ezt követően a Századvég Gazdaságkutató Zrt. által rendelkezésemre bocsátott, magyar társas kis- és középvállalkozások mérleg- és eredménykimutatás adatait tartalmazó adatbázis felhasználásával tesztelem, hogy a korábbi vizsgálatok során szignifikáns hatással bíró tényezők miként viselkednek a magyar kkv-szektor tőkeszerkezetére kapcsán.

A determinánsok vizsgálatán túl kísérletet teszek tőkeszerkezeti minták azonosítására klaszteranalízis segítségével, valamint ugyanezen módszerrel képezek homogén csoportokat az egyes tevékenységi főcsoportokra jellemző finanszírozási sajátosságok azonosítására.

A vizsgálatok elvégzését követően következtetéseket fogalmazok meg a magyar kis- és középvállalkozások tőkeszerkezetét befolyásoló tényezők hatásai kapcsán, melyek a kkv-szektor jelenlegi állapotáról és a forrásszerzési lehetőségekről nyújtanak információt.

2. IRODALMI ÁTTEKINTÉS

2.1. A kkv-k fogalma és gazdasági jelentőségük

A kis- és középvállalkozások (kkv) fogalmát a kis- és középvállalkozásokról, fejlődésük támogatásáról szóló 2004. évi XXXIV. törvény definiálja (2004. évi XXXIV. törvény). 2005. január 1-jétől az Európai Bizottság 2003/361/EK számú ajánlásának megfelelően a törvény fogalmi lehatárolásai a következők:

„3. § (1) *Kkv-nak* minősül az a vállalkozás, amelynek összes foglalkoztatotti létszáma 250 főnél kevesebb, és éves nettó árbevétele legfeljebb 50 millió eurónak megfelelő forintösszeg, vagy mérlegfőösszege legfeljebb 43 millió eurónak megfelelő forintösszeg.

(2) *Kisvállalkozásnak* minősül az a vállalkozás, amelynek összes foglalkoztatotti létszáma 50 főnél kevesebb, és éves nettó árbevétele vagy mérlegfőösszege legfeljebb 10 millió eurónak megfelelő forintösszeg.

(3) *Mikrovállalkozásnak* minősül az a vállalkozás, amelynek összes foglalkoztatotti létszáma 10 főnél kevesebb, és éves nettó árbevétele vagy mérlegfőösszege legfeljebb 2 millió eurónak megfelelő forintösszeg.

(4) *Nem minősül kkv-nak* az a vállalkozás, amelyben az állam vagy az önkormányzat közvetlen vagy közvetett tulajdonosi részesedése – tőke vagy szavazati jog alapján – külön-külön vagy együttesen meghaladja a 25 százalékot.” (Európai Bizottság, 2003)

Magyarországon a vállalkozások túlnyomó többsége a kis- és középvállalkozások kategóriájába tartozik. A foglalkoztatotti létszám szerinti megoszlás alapján 2010-ben a vállalkozások 95,3 százaléka a mikrovállalkozás kategóriába tartozott. Számbeli fölényük mellett méretük azonban alapvetően befolyásolja jövedelemtermelő képességüket, hozzájárulásukat a GDP-hez, a foglalkoztatáshoz és a fejlesztésekhez. 2010-

ben a bruttó hozzáadott érték több mint felét, 54,5%-át a mikro-, kis- és középvállalkozások termelték meg, míg az üzleti szférában foglalkoztatottak 74,1%-ának biztosítottak munkahelyet. A vállalkozások nettó árbevételének 58,7%-át realizálták, exportból való részesedésük 26,4 százalék. A foglalkoztatásban betöltött szerepük számottevő, mivel jellemzően nagyobb munkaigényű tevékenységeket folytatnak (NGM, 2012).

A hazai kkv-k jövedelemtermelő képessége egytizede az EU15-ök átlagának. A vállalkozások alig több mint 20%-a bankképes (uniós arány 70-85%), és csak elenyésző részük kapott érzékelhető segítséget a vállalkozásfejlesztési rendszerektől. A mikrohitel programok csak szűk körben nyújt a piacnál olcsóbb forrást (NFGM, 2009).

2.1.1. A magyar kkv-k regionális különbségei

Magyarország kis- és középvállalkozási rétegét összességében vizsgálva megállapítható, hogy az több szempontból (pl. hozzáadott érték, munkatermelékenység) elmarad az EU átlagához képest (NFGM, 2009). A magyar kkv-k regionális statisztikáit elemezve további jelentős különbségeket fedezhetünk fel.

Az 1. táblázat a magyar kis- és középvállalkozások legfontosabb gazdasági mutatóit tartalmazza regionális bontásban. Látható, hogy a Középmagyarországi régió minden tekintetben kiemelkedik. A kis- és középvállalkozások közel 40%-a e területre koncentrálódik. Az ezer lakosra jutó kkv-k száma (93) itt jelentősen meghaladja az országos átlagot. A bruttó hozzáadott érték és az árbevétel tekintetében több mint 50%-os arányt képvisel, míg a külföldi tőke esetén ez az arány közel 80% (KSH, 2011).

A fajlagos adatokat vizsgálva ezek a különbségek még inkább szembetűnők. Az egy működő kkv-ra jutó hozzáadott érték és beruházás tekintetében a többi régióhoz képest másfélszeres előnye van a Közép-

magyarországi régióknak. Az egy vállalkozásra jutó árbevétel esetén ez a különbség több mint kétszeres, míg a külföldi tőke esetén közel hatszoros. Csupán az átlagos foglalkoztatotti létszám tekintetében nincsenek jelentős különbségek régiónként.

1. táblázat: A kkv-k főbb mutatói

Terület	Kkv-k száma	Foglalkoztatottak száma	Bruttó hozzáadott érték	Árbevétel	Beruházás	Külföldi tőke
Közép-Magyarország	274 258	834 519	3 907	24 802	887	5 678
Közép-Dunántúl	69 597	195 457	577	2 854	147	502
Nyugat-Dunántúl	68 314	193 928	556	2 729	137	292
Dél-Dunántúl	58 604	159 623	389	2 059	197	98
Észak-Magyarország	59 396	163 291	457	2 381	90	245
Észak-Alföld	79 365	231 014	594	3 300	148	164
Dél-Alföld	78 592	233 932	625	3 469	172	159
Ország összesen	688 126	2 011 764	7 105	41 594	1 778	7 138

Forrás: KSH (2011)

2.2. A vállalat fogalma és működése

A vállalkozások működésének megértéséhez és a különbségek okainak feltérképezéséhez elengedhetetlen a fogalmak pontos definiálása és a vállalkozások beruházási és finanszírozási döntési folyamatainak és motivációinak megismerése.

Az üzleti vállalkozás olyan emberi tevékenység, amelynek alapvető célja a fogyasztói igények kielégítése nyereség elérése mellett. A vállalat az

üzleti vállalkozás szervezeti kerete: a modern társadalmakban jogilag körülhatárolt olyan struktúra, amelyben az alapvető cél eléréséhez szükséges tevékenységek végbemennek. Egy szervezetet akkor tekintünk üzleti vállalkozásnak, ha a következő, egymással szoros kapcsolatban lévő feltételek mindegyike teljesül (Chikán, 1997):

- A szervezet önálló alapvető céljának megvalósításában, vagyis módjában áll a körülményeit és lehetőségeit saját szempontjai szerint mérlegelni, és döntéseit ennek megfelelően meghozni.
- A vállalkozás profitorientált, vagyis a szervezet alapvető érdeke, hogy kiadásai tartósan ne haladják meg a bevételeit, tehát hosszú távon nyereségesen működjön.
- Az előző két feltételből a valóságos világ körülményei között szükségszerűen következik, hogy a vállalkozás kockázatot vállal.
- Végül pedig üzleti vállalkozásról csak akkor beszélhetünk, ha a szervezet valóságos piacon működik.

Egy termelő vállalkozás anyagi gazdagságát végső soron termelőképessége határozza meg. Ez a termelőképesség *eszközeinek* függvénye: a földé, az épületeké, a tudásé, a javak előállításához használt gépeké és dolgozóké, akik hasznosítják ezen erőforrásokat. Az eszközökkel szemben a *pénzügyi eszközök (források)* alatt olyan dolgokat értünk, mint a részvény vagy a kötvény. Ezek indirekt módon vesznek részt a gazdaság működésében azáltal, hogy lehetővé teszik egy cég tulajdonosának és vezetésének szétválasztását, a tőke kedvező befektetési lehetőségekkel kecsegtető vállalkozásokba áramlását. A források nem mások, mint az eszközök által termelt jövedelemre szóló követelések.

A vállalkozás eszközeit javak és szolgáltatások előállítására használja fel, míg a források azt határozzák meg, hogy a befektetők milyen arányban részesednek a vagyomból és a megtermelt jövedelemből. A

kötvénytulajdonosok rendszeres jövedelemre jogosultak, míg a részvénytulajdonosok arra a fennmaradó jövedelemre, amely a hitelezők követeléseinek kielégítése után marad (Bodie, Kane, & Marcus, 2005).

2.3. A vállalat értéke

A vállalat értékének meghatározása a különböző vállalati élethelyzeteknek megfelelően eltérő értékelési eljárásokat kíván. A vállalatok értékének meghatározására vonatkozóan számos elmélet látott már nagyvilágot, melyek közül Takács (2007) a vagyonérték-, a hozamérték-, és a hozzáadottérték-alapú eljárások fontosságát hangsúlyozza.

A vagyonérték elve a vállalat értékét a meglévő vagyonból eredezteti. Ezen értékelési eljárás eszközei a könyv szerinti érték, a korrigált könyv szerinti érték, a likvidációs érték vagy a rekonstrukciós érték meghatározása. A vagyonérték-alapú értékelési módszerek az adott időpontban meglévő látható vagyonelemekre koncentrálnak, és nem veszik figyelembe a vállalat jövedelemtermelő képességét, jövőbeli fejlődési lehetőségeit, és nem képesek kezelni az értékváltozásokat. (Takács, 2007)

Ezért ezek a módszereket ritkán alkalmazzák nagyvállalatok, tőzsdén jegyzett cégek értékének meghatározására, viszont annál inkább kisebb vállalkozásméreték esetén. Egy kkv értékének meghatározására leggyakrabban abban az esetben kerül sor, ha fedezetképességük bizonyítására van szükség, és ezek az eljárások erre a célra tökéletesen alkalmasak.

A hozamérték-alapú eljárások legszélesebb körben elismert képviselője a diszkontált cash-flow (DCF) módszer, ami a korábbiakkal ellentétben figyelembe veszi a pénz időértékét és a vállalat tevékenységének kockázatát tükröző tőkeköltség nagyságát is (Brealey & Myers, 2005).

A *hozzáadottérték-típusú* eljárások kiindulópontja, hogy a menedzserek képesek a vállalati kimutatások manipulálására (eredmény kimutatás, cash flow), ezért nem adnak pontos képet a vállalat teljesítményéről. Ezen értékelési módszerek közül az EVA-módszer a legismertebb, ami a számviteli profit helyett az értékteremtő-képesség meghatározása során a gazdasági profitot veszi alapul. (Takács, 2007)

A nagyvállalatok értékének meghatározása során a vagyonérték helyett a jövőorientált értékelési módszerek kerül előtérbe. Mivel a tőkeszerkezeti teóriák elsősorban nagyvállalatok finanszírozási viselkedésére adnak választ, ezért a tőkestruktúra-elméletek során a vállalatok értéke alatt azok valós, piaci értékét kell értenünk (pl. kapitalizáció).

Vizsgálataim során a rendelkezésre álló adatbázis alapján azonban csak az egyes eszközök és források könyv szerinti értékét tudom vizsgálni, ezért ott a vállalat értéke vagy a saját tőke értéke alatt, azok könyv szerinti értékét értem.

2.4. Beruházási és finanszírozási döntések

A tulajdonosok legfőbb érdeke, hogy a vállalat olyan beruházásokat valósítson meg, amelyek *maximalizálják a vállalat értékét*. A vállalat hosszú távú terveinek bemutatására tőkeköltségvetést készít, amely az egyes pozitív nettó jelenértékű befektetési alternatívák azonosítását, elemzését és a köztük lévő választást foglalja magában. A pénzügyi vezető ennek tükrében hozza meg alapvető pénzügyi döntéseit. Először azt kell mérlegelnie, hogy a tőkeköltségvetésben szereplő beruházások közül melyek kerüljenek megvalósításra, majd tervet kell kidolgozni ezek finanszírozására. Ennek megfelelően a pénzügyi döntéseket a mérleg eszköz oldalát érintő *beruházási (vagy tőkeköltségvetési)* és a forrásoldalt befolyásoló *finanszírozási döntésekre* bonthatjuk.

A *beruházási döntések* bizonyos szempontból egyszerűbbek a finanszírozási döntéseknél, mivel meghatározott szabályok és megtérülési mutatók alapján értékelve rangsorolhatóak az egyes beruházások. A finanszírozási lehetőségek intenzív versenyében a számtalan helyettesítő termék miatt nagyfokú tájékozottságra van szükség. Az általános szabály, hogy azokat a lehetőségeket fogadják el és valósítják meg, amelyek nettó jelenértéke (NPV) pozitív. Nagyrészt a beruházási döntések révén növelhető a vállalat értéke, mert a verseny természetéből adódóan nehéz olyan finanszírozási megoldást találni, amelynél az NPV értéke hosszútávon pozitív. Viszont egy jövedelmező beruházáshoz mindig lehet forrást találni a tőkepiacon (Brealey & Myers, 2005).

Egy részvénytársaság pénzügyi vezetői – miután a tőkeköltségvetés alapján meghatározták a megvalósítandó beruházásokat – két fő *finanszírozási döntéssel* szembesülnek:

- A vállalat milyen arányban forgassa vissza nyereségét az üzletbe, ahelyett, hogy osztalék formájában kifizetné azt a részvényeseinek? Kkv-k esetén ez a dilemma úgy fogalmazható meg, hogy a nyereség mekkora hányadát forgassa vissza a vállalkozásba és mekkora hányadát vegye ki a vállalkozó a jövedelem valamilyen formájaként?
- A hiányzó beruházási összeg mekkora részét finanszírozzák hitelfelvételből, ahelyett, hogy részvényeket bocsátanának ki? Kkv-k esetén ez a tőkeemelés és a hitelfelvétel közti dilemmának feleltethető meg.

Az első kérdésre adott választ a vállalat osztalékpolitikája határozza meg, míg a második a tőkeszerkezeti (vagy hitelfelvételi) politika tárgykörébe tartozik.

Az *osztalékpolitika* meghatározza, hogy adott tőkeköltségvetési és hitelfelvételi döntések esetén a vállalat mekkora osztalékot fizet ki és milyen

formában. Az osztalékfizetés hagyományos, pénzben történő formája mellett a vállalat dönthet úgy is, hogy más eszközben vagy osztalékrészvény formájában teljesít. De egy tulajdonarányos részvény-visszavásárlás is pénzügyi értelemben osztalékfizetésnek minősül (Brealey & Myers, 2005).

A *tőkeszerkezeti politika* feladata, hogy megtalálja a vállalat által kibocsátott értékpapírok azon kombinációját, amely maximalizálja a vállalat piaci értékét. Az optimális tőkeszerkezet kialakítása tehát alapvetően a lehetséges befektetők jó feltérképezésének problémája. A kkv-k optimális tőkeszerkezetének kialakítása során a cél az egyes lehetséges tőkeelemek olyan optimális kombinációjának megtalálása, amely a vállalkozás értékét, és ezen keresztül a vállalkozó vagyonát gyarapítja.

2.5. Tőkeszerkezet és tőkeszerkezeti politika

Bélyácz (1997) a tőkestruktúra fogalmát a tulajdonosoktól és a hitelezőktől kapott *tőkeforrások kombinációjaként* határozza meg. Értelmezése szerint a tőkestruktúra a vállalati kötelezettségek összetételét jelenti, ami egyben az eszközökkel szembeni követeléseket reprezentálja.

Myers (2001) a reáleszközökbe történő *beruházások finanszírozásának eszközeként* tekint a tőkeszerkezetre. Értelmezése szerint a tőkeszerkezet pénzeszközök kombinációjaként fogható fel.

Brealey & Myers (2005) megfogalmazása szerint a tőkeszerkezet nem más, mint a vállalat beruházásai által termelt pénzáramlásnak a vállalat eszközeire vonatkozó, hosszú távú pénzügyi követelések tulajdonosai közötti szétosztása. A pénzügyi vezető, amikor egy beruházás finanszírozásáról dönt, tulajdonképpen azt határozza meg, hogy hogyan alakul *a követelések tulajdonosainak összetétele*.

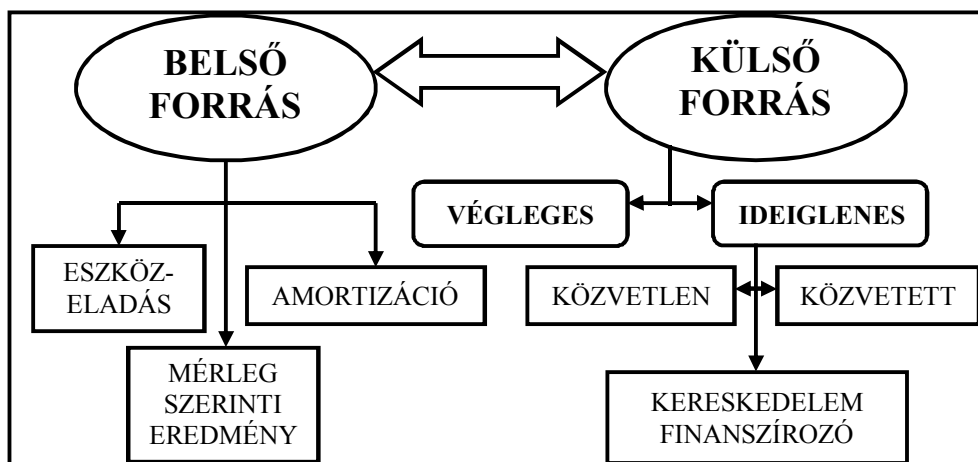
A részvénytársaságok befektetői a vállalat irányítására való befolyásuk alapján alapvetően két csoportba sorolhatóak: a *hitelezőkre* és a

részvényesekre. A részvényesek a vállalat tulajdonosai, ezért részesedésük arányában befolyást gyakorolhatnak a vállalat irányítására. Míg a hitelezők nem rendelkeznek tulajdonosi jogokkal. Az ő jövedelmük azonban előre meghatározott, míg a részvényesek a hitelezők kifizetése után megmaradt pénzáramlásból részesülhetnek (Brealey & Myers, 2005).

A tőkeszerkezet definiálását követően vizsgáljuk meg, hogy a vállalkozások milyen tőkeelemek és finanszírozási lehetőségek közül választhatnak működésük és beruházásaik megvalósítása során. Fontos, hogy feltérképezzük a külső és belső finanszírozás lehetséges formáit, és elkülönítsük az idegen és saját tőkére vonatkozó legfontosabb jellemvonásokat.

2.5.1. Külső és belső finanszírozás

A *belső források* alatt a vállalkozás működéséből származó, visszaforgatott nyereséget értjük. A *külső források* jellegzetessége, hogy valamely külső személy bocsátja őket a vállalat rendelkezésére. Az 1. ábra összefoglalja a külső és belső finanszírozás lehetséges formáit.



1. ábra: Finanszírozási formák

Forrás: saját szerkesztés

Belső finanszírozásról három alapvető esetben beszélhetünk:

- *Mérleg szerinti eredmény*: a mérleg szerinti eredmény a vállalkozás azon eredményét jelenti, amely a hitelezők követeléseinek kielégítése, az adózás, valamint az osztalék kifizetése után megmaradt.
- *Amortizáció*: Az amortizáció, mint implicit költség jelent a vállalat számára finanszírozási formát, mivel költségként megjelenik, annak ellenére, hogy pénzkidadás nem társul hozzá. Az amortizáció emellett adómegtakarítási eszközként is funkcionál, amely szintén a vállalkozást, és ily módon a vállalkozó vagyont gyarapítja.
- *Eszközeladás*: ez alatt nem kizárólag az ingatlanok és gépek értékesítéséből befolyó összeget kell érteni, hanem a követelések, készletek, pénzeszközök állományának csökkentését is. Az eszközeladás elsődleges célja az eszközökbe lekötött tőke felszabadítása. Itt főként azokra az eszközökre kell gondolni, amelyek nem közvetlenül szolgálják a javak és szolgáltatások előállítását, sőt esetenként azok működtetése veszteséget jelent a vállalat számára (Bozsik, 2003).

A külső forrásokat tartósságuk szempontjából két csoportba soroljuk. A *végleges forrásokat* nem terheli visszafizetési kötelezettség, a vállalkozás megszűnéséig rendelkezésére állnak és tulajdonjogokkal párosulnak. Ennek tipikus példái a vállalati részvények. Az *ideiglenes forrásokat* valamikor a jövőben vissza kell fizetni. Legtipikusabb képviselőjük a bankhitel. Az ideiglenes külső források fajtái:

- *Kereskedelem-finanszírozó források (kereskedelmi hitel)*: Ilyen forrásokat az üzleti ciklus teremt. Ha egy vállalat alapanyagot vásárol, nem feltétlenül fizet érte azonnal. A szolgáltatás teljesítése és a fizetés időpontja között a szállítók gyakorlatilag kamatmentes hitelt nyújtanak a vállalat számára. Ezt a nagyobb vállalatok ki is használják, és ha

erőfőlényük megengedi, mesterségesen is kitolják a fizetési határidőket. Hasonlóan kamatmentes forrás a vállalat számára az ÁFA-tartozás, amelyet a magyar szabályok szerint a tárgyidőszakot követő hónap 20. napjáig kell megfizetni. A vonatkozó időszakra a vállalkozás ingyen használja a költségvetés pénzét.

- *Közvetett finanszírozás:* A közvetett külső források olyan visszafizetési kötelezettséggel terhelt források, melyeket pénzügyi intézmény (bank, takarékszövetkezet, illetve faktorcég, lízingcég) bocsát a vállalkozás rendelkezésére.
- *Közvetlen finanszírozás:* Két legismertebb formája a kötvény és a kölcsöntőke. Ekkor a vállalkozás közvetlenül a befektetővel áll szerződéses viszonyban.

A közvetett források megszerzésének tranzakciós költsége jóval kisebb, mint a kötvénykibocsátásé. A közvetett források hátránya viszont, hogy kamatlábuk általában magasabb, mint a közvetleneké. A kamatláb nagysága a nyújtott hitel összegétől és a futamidőtől is függ.

A kötvénykibocsátás előnye, hogy a kibocsátási költségek jórészt függetlenek a kibocsátott kötvények össznévértékétől. A vállalat számára tehát az a döntés, hogy kötvényt bocsássonak-e ki, vagy hitelt vegyenek fel, jellemzően nagyságrendi kérdés. Egy bizonyos összeg alatt nem érdemes kibocsátani, mivel a kibocsátáson elért kamatnyereség kisebb a kibocsátás tranzakciós költségeinél. Ha azonban a felveendő finanszírozási volumen olyan nagy, hogy a kamatnyereség meghaladja a kibocsátás tranzakciós költségeit, már érdemes kötvényt kibocsátani (Bozsik, 2003).

2.5.2. Saját tőke és idegen tőke

A források (tőke) fajtáit nem csak azok származása, hanem a kapcsolódó jogok alapján is elkülöníthetjük. A szakirodalom ennek megfelelően megkülönbözteti a saját tőke és az idegen tőke fogalmát.

A *saját tőke* esetében a forrást nyújtó személy, vagy intézmény tulajdonosi jogokra tarthat igényt. Részt vehet a vállalat köz- vagy taggyűlésén, tulajdonosi arányának megfelelően beleszólhat a vállalkozást irányító személyek kiválasztásába, továbbá tulajdonosi arányának megfelelően jogosult osztalékra, illetve végelszámoláskor vagy felszámoláskor a vállalkozás vagyonának kötelezettségekkel csökkentett részére. Saját tőke finanszírozás esetében a vállalkozás korlátlan futamidejű forráshoz jut, amelyet nem terhel fix kamat- vagy hozamfizetési kötelezettség. A saját tőke kifejezést a gyakorlatban a vállalat által kibocsátott összes részvényt tartalmazó sorozatra használják, de gyakran csak a törzsrészvényeket értik alatta.

Egy vállalat saját tőkéjének értékét meghatározhatjuk piaci értéke és könyv szerinti értéke segítségével is. Ez a két érték nem szükségszerűen egyezik meg egymással. A *könyv szerinti értéket* a vállalati mérlegből kaphatjuk meg, ahol a részvények névértéken szerepelnek, és a mérleg saját tőke fogalma is eltér a pénzügyi értelemben vett fogalomtól. A *saját tőke piaci értéke* egy adott időpontra vonatkozóan becsülhető a részvények számának és árfolyamának szorzataként, azaz a részvények kapitalizációjaként.

Idegen tőke finanszírozáskor a forrást nyújtó személy vagy intézmény nem kíván tulajdonosi jogokhoz jutni a vállalkozásban, hanem előre rögzített feltételek mellett fix összegű kamat- és tőketörlesztő-részletekre, vagy egyéb vállalati teljesítésre (pl. vevői előlegek esetén árkedvezmény) jogosult a vállalattal szemben. Idegen tőke finanszírozáskor egy hitelezői viszony

alakul ki a vállalat és a forrást nyújtó között. A forrást kínáló a vállalat üzletmenetének sikerétől függetlenül tart igényt az előre rögzített fix (vagy valamilyen referencia-kamatlához kötött) nagyságú vállalati kifizetésekre. Az idegen tőke két klasszikus formája a vállalati kötvények és a bankhitelek.

Az idegen tőke esetén is felmerül a könyv szerinti érték és a piaci érték problematikája, hiszen a kötvények *piaci értéke és névértéke* nagy különbségeket mutathat annak függvényében, hogy névleges kamatlába mennyire tér el a befektetők által elvárt hozamtól (Csubák, 2003).

Az idegen forrásokat *tartósságuk szempontjából* is elkülöníthetjük. A *rövid lejáratú idegen források* a forgóeszköz-hitelek, a kereskedelmi hitel, a váltóleszámitolás és a faktoring. A faktorálás, azaz a követelések eladása, inkább a nagyobb vállalatokra jellemző, de a faktoring piac fejlődésével egyre inkább alkalmazzák a kkv-szektorban is. A *hosszú lejáratú idegen források* képviselői a hosszú lejáratú bankhitelek, a lízingfinanszírozás és a kötvénykibocsátás (Fülöp, 2004).

2.5.3. A kkv-k finanszírozási sajátosságai

A finanszírozás elsődleges célja a kkv-k esetén is a vállalkozás értékének maximalizálása. Azonban a mikrovállalkozások esetén ez elsősorban a munkahely meglétét és a létszükségletek előteremtését jelenti, nem pedig a vagyonuk gyarapítását.

A vállalkozó egyik fontos feladata ennek érdekében a működéshez szükséges források előteremtése. A kkv-kra mindenütt jellemző az *alacsony tőkeellátottság*. Saját forrásbevonási lehetőségeik korlátozottabbak a szűk tulajdonosi kör miatt és saját felhalmozási képességeik is gyengébbek. Külső forrásbevonásukat alacsony kockázatvállalásuk mellett az is korlátozza, hogy ők maguk is nagy kockázatot jelentenek a hitelezőik számára.

Folyamatos *likviditási problémáik* számos tényezőre vezethetők vissza. Gyenge alkupozíciójuk révén nagy fizetési határidőkkel szembesülnek, míg szállítóik kevésbé nyújtanak nekik kereskedelmi hitelt. A vevők nemfizetésének kockázata sokkal inkább érinti őket. Kevés vevői és szállítói kapcsolattal rendelkeznek, így akár csak egy vevő vagy beszállító elvesztése is komoly nehézségeket okozhat számukra.

Kevés saját tőkével rendelkeznek és jellemzően kevésbé eszközigenyes tevékenységet folytatnak, ami nem kedvez az adósságjellegű források megszerzésének. A forrásszerzés *fajlagos tranzakciós költségei* is sokkal jelentősebbek számukra, mint a nagyvállalatoknak.

A külső forrásbevonás további korlátja a *transzparencia hiánya*, vagyis, hogy tevékenységük nem áttekinthető. A tulajdonos, aki egyben a menedzser szerepét is betölti, adóoptimalizációs céllal igyekszik minél alacsonyabb adózás előtti eredményt kimutatni. Ezért a finanszírozók óvatosan kezelik a kisvállalkozások éves jelentéseit.

A kkv-k finanszírozása során felmerülő legnagyobb probléma a *fedezetet hiánya*. A finanszírozók célja kockázatuk minimalizálása, ennek érdekében minél nagyobb fedezetet írnak elő a cégeknek. A legtöbb tulajdonos csak magánvagyonának bevonásával tud megfelelni a hitelintézetek fedezetkövetelményeinek (Béza, Csákné Filep, Csapó, Farkas, & Szerb, 2007).

A fent említett problémákkal elsősorban azon vállalkozók szembesülnek, akik rendelkeznek már valamekkora induló vagyonnal vagy működő vállalkozással. Azonban jelentős azon vállalkozások aránya, akik egyáltalán *nem bankképesek*, így finanszírozási alternatíváik rendkívüli módon beszűkültek. Az ő problémáikra a speciális *mikrohitelezési modellek* jelenthetnek megoldást.

2.5.4. Mikrohitelezés

A mikrovállalkozások saját tőkéje jellemzően saját megtakarításaikból és ismerősöktől vagy családtagoktól kapott kölcsönökből tevődik össze. Finanszírozásuk kis méretükből és tőkeszegénységükből adódóan a bankok számára *nagy kockázatot* jelent, így ez a piac nem jelent számukra perspektívát. Illetve a banki konstrukciók – elsősorban a tranzakciós költségek nagysága miatt – a mikrovállalkozások számára sem előnyösek, sőt esetenként megfizethetetlenek.

A *mikrohitel* szó az 1970-es években terjedt el. Napjainkban a hitelezési formák széles palettát foglalja magában a mezőgazdasági hitelektől a fogyasztói és szövetkezeti hitelekig. „A mikrohitelezés elsődleges célja, olyan hitelezési rendszer megvalósítása, amely lehetővé teszi konvencionális/kereskedelmi bankok által nem finanszírozható, nem bankképes szegények részére induló tőke biztosítását, szakmai és pénzügyi segítségnyújtást.” (Szabó, 2006, old.: 4.)

A *mikrohitelezés* tág értelemben az alacsony jövedelműek helyzetének javítását célzó gazdaságfejlesztési eszköz, amelynek célzott hatásai a következők (Anderson, Locker, & Nugent, 2002):

- A programok hitelforrásokkal látják el a szegény népcsoportokat, hogy vállalkozások alapítására ösztönözzék őket, amely növeli a termelést és a jövedelem által a fogyasztást.
- A mikrohitel programok gyakran választják célcsoportjuknak a nőket, akik a közös erőforrások elsődleges felhasználói a fejlődő országokban.
- A mikrohitel programok gyakran alkalmaznak csoportalapú hitelezési technikákat, amelyek a közösségépítés révén hozzájárulnak az emberi és társadalmi tőke növekedéséhez (Imreh, Kosztopolosz, & Mészáros, 2007).

A mikrohitel-piacot a hitelfelvevők mérete és ebből adódóan forrásigénye alapján három nagy csoportba lehet osztani és az egyes csoportokhoz eltérő finanszírozási módszerek társulnak.

A mikrohitel-piac legszűkebb szegmensét azon kisvállalkozások alkotják, amelyek már bankképesek, tehát *közvetlen hitelnyújtás* révén már forráshoz tudnak jutni.

A második csoportba azon mikrovállalkozások tartoznak, akik önállóan még nem hitelképesek, de *garanciavállalás* mellett kaphatnak hitel. A garanciavállaló jellemzően az állam.

A harmadik csoportot a legszegényebb rétegek alkotják, akik azonban látnak ambíciót magukban arra, hogy egy vállalkozás létrehozása révén javítsanak helyzetükön. E réteg képzettség és indulótőke híján nem képes önállóan kapcsolatba lépni a finanszírozókkal, számukra jelenthetnek megoldást az *önsegítő csoportok vagy a Grameen-csoportok* (Gál & Kürthy, 2012).

2.5.5. A tőkeszerkezet mérése

Miután feltérképeztük a lehetséges finanszírozási formákat és a kkv-szektor sajátosságait, vizsgáljuk meg milyen mutatószámok segítségével jellemezhetjük a vállalkozások tőkeszerkezetét.

A vállalatok tőkeszerkezetét legegyszerűbben a vállalatok pénzügyi adataiból számítható *tőkeáttétel* mutatóval hasonlíthatjuk össze. Részvénytársaságok esetén a pénzügyi tőkeáttétel – leegyszerűsítve – a vállalat kötvény- illetve részvénykibocsátással szerzett forrásainak arányát jelenti. A magas tőkeáttétel a kötvénytulajdonosokkal szembeni nagyarányú kötelezettséget jelenti, ami a részvények nagyobb kockázatával jár együtt.

A nemzetközi szakirodalomban kétféle mutatószám terjedt el. A *leverage mutató* az idegen források összes forráson belüli arányát mutatja, vagyis $L = D/(D + E)$, ahol D az összes kötelezettséget (debt), míg E a saját tőkét (equity) jelöli. Tehát $D + E$ az összes forrás, amit felfoghatunk a vállalat értékeként (V, value) is. A *gearing mutató* a kötelezettségek saját tőkéhez viszonyított arányát fejezi ki, azaz D/E -t. Az elemzések során problémát okozhat, hogy egy adott vállalat melyik mutatót érti tőkeáttétel alatt. Ennek tisztázása kulcsfontosságú, hiszen az adatok összehasonlíthatatlanná válhatnak (Brealey & Myers, 2005).

A magyar szakirodalomban gyakran használják mindkét mutatószámra a tőkeáttétel elnevezést. A leverage mutatónak a magyar megfelelője az eladósodottsági mutató, míg a gearing az ún. tőkefeszültségi mutatónak feleltethető meg.

Különböző mutatók alakíthatók ki aszerint, hogy mit értenek idegen forrás alatt, vagyis mely mérlegsorokat vonják össze. Szokás számolni a hosszú lejáratú kölcsönök és a saját tőke hányadosát, az idegen tőke piaci értékének és a saját tőkének az arányát, vagy akár a kötelezettségállomány egyes elemeinek (például: bankhitelek, szállítók stb.) a saját tőkéhez vagy az összes forráshoz viszonyított arányát is (Krénus, 2005a).

2.6. Tőkeszerkezet-elméletek

A tőkeszerkezet meghatározó tényezőinek elméleti és empirikus irodalma igen bőséges és szerteágazó. A klasszikus tőkeszerkezeti elméleteket a *Modigliani & Miller szerzőpárostól* származtatjuk, akik habár erős feltételezések közepette alkották meg modelljüket, eredményeik a mai napig meghatározzák a tőkeszerkezeti politika irodalmát.

A szerzőpáros előtti időben vallott nézeteket hagyományos elméleteknek nevezzük. Ezek általában nem az egész tőkeszerkezetet átfogó

teóriák voltak, csak egy-egy részterület összefüggéseinek feltárásával foglalkoztak. Ezekkel én nem kívánok részletesen foglalkozni, csak kiemelném, hogy Modigliani & Miller sok tekintetben ezekkel ellentétes nézeteket vallottak, melyeket empirikus eredményekkel is alá tudtak támasztani.

A klasszikus tőkeszerkezet-elméletek – vagyis a hagyományos elméletek és Modigliani & Miller elméleteinek – közös jellemvonása, hogy a *tökéletes piac* feltételezéseivel élnek. Szemán (2008) a tökéletes piac feltételeit az alábbiak szerint foglalja össze:

- Az információk azonnal és ingyenesen hozzáférhetőek.
- Nincsenek sem adók, sem tranzakciós költségek.
- A befektetők árelfogadóak és racionális döntések jellemzik őket.
- A kockázatmentes hitelfelvétel és hitelnyújtás mind a befektetők, mind a vállalatok számára elérhető.
- A részvények tetszőlegesen oszthatóak (törédkrésztvények).
- A vállalat pénzárama örökjáradékot alkot, az EBIT állandó.
- Az adózott eredményt osztalék formájában teljes egészében kifizetik.
- A pénzügyi nehézségnek és a csődnek nincsenek költségei.
- A vállalatok kockázata megegyezik.

A Modigliani & Miller szerzőpáros ihlette tőkeszerkezeti elméletek többsége az ő általuk is alkalmazott feltételek feloldását tűzte ki céljául. A feltételek fokozatos feloldásával kerülnek az elméletek egyre közelebb a valósághoz.

A *nem-tökéletes piacokat* feltételező elméletek elsőként az *adók* tőkeszerkezeti döntésekre gyakorolt hatásának feltárására koncentráltak. Az adók figyelembevételére a Modigliani & Miller szerzőpáros is kísérletet tett, akik a hitelfelvétel által elérhető adómegetakarításra helyezték a hangsúlyt. Ezzel részletesebben a 2.6.3. fejezetben foglalkozom.

A hitelfelvétel azonban nem csak adómegettarítással jár, de az eladósodottsági szint növekedésével párhuzamosan egyre növekvő költségei is vannak, amelyeket összefoglaló nevükön pénzügyi nehézségek költségeinek nevez a szakirodalom. A *csőd-költségek* figyelembe vételével a tőkeszerkezet választásos elmélete foglalkozik (2.6.4.), míg növekvő *ügynökköltségek* hatásait az ügynökelmélet (2.6.5.) tárgyalja.

A menedzserek és a befektetők közötti *információs aszimmetriából* kiinduló elmélet, a hierarchia elmélet kimondja, hogy a finanszírozási források között rangsor figyelhető meg. A források közötti rangsor a kv-k finanszírozási gyakorlatára is jellemző, habár a hierarchia okai merőben eltérnek a nagyvállalatoknál tapasztaltaktól. A hierarchia elméletet a 2.6.6. fejezetben mutatom be.

2.6.1. Modigliani és Miller első tétele (MM I.)

Merton H. Miller & Franco Modigliani (1958) „A tőke költsége, vállalati pénzügyek és a beruházás elmélete” című cikkében arra kereste a választ, hogy miként határozható meg a tőkeköltség és az *optimális tőkeszerkezet* egy olyan világban, ahol bizonytalan az eszközök hozama (Modigliani, 1988).

Ezen problémakör vizsgálatára egy modellt építettek fel a következő korlátozó feltételekkel:

- Nincsenek adók és tranzakciós költségek.
- Nincsenek pénzügyi nehézségek, azaz a hitelek kockázatmentesek.
- A befektetőknek lehetősége van kockázatmentes kamatlábon hitelfelvételre és befektetésre.
- A részvények homogének, egymást tökéletesen helyettesítik.
- Tökéletes a tőkepiac.

Első tételüket az alábbi formában fogalmazták meg:

$$(1) \quad V \equiv (S + D) = \bar{X} / \rho,$$

ahol V a vállalat piaci értéke, S részvényeinek piaci értéke, D a vállalat adósságának piaci értéke, \bar{X} a kamatkifizetés levonása előtti várható profit és ρ a vállalatok által generált bizonytalan hozamok piaci tőkésítési rátája (tőkeköltség). Azaz a vállalat piaci értéke független tőkéjének forrás szerinti összetételétől, nagyságát a várható hozamának a tőkeértéke adja meg, amelyet ρ rátával kell számítani. Ezen képlet átalakított formája:

$$(2) \quad \frac{\bar{X}}{(S + D)} \equiv \frac{\bar{X}}{V} = \rho.$$

Azaz bármely vállalat átlagos tőkeköltsége teljes mértékben független a vállalat tőkéjének forrás szerinti összetételétől, a tőkeszerkezet irreleváns, a tőkeköltség nagysága a kizárólag részvénykibocsátással finanszírozott vállalatok részvény hozamainak tőkésítési rátájával egyezik meg.

Az 1. tétel azon alapszik, hogy amennyiben ezek az összefüggések nem állnak fenn, akkor a befektetők olyan arbitrázslehetőséggel szembesülnének, ami végső soron helyreállítaná az egyenlőségeket (Modigliani, 1988).

Állításuk egy egyszerű gondolatmenettel bizonyítható. Tételezzünk fel két vállalatot, amelyeknek eszközoldala és az eszközök hozama is teljesen megegyezik. Az egyik vállalat kizárólag saját tőkével (E_U) rendelkezik, így a vállalat piaci értéke (V_U) egyenlő saját tőkéjének értékével. Ezen vállalat részvényesei az eszközökre (A) jellemző r_A hozamot realizálják, amelynek értéke $A \cdot r_A$.

A másik (L) vállalat D_L nagyságú idegen tőkével E_L nagyságú saját tőkével rendelkezik. Tehát e vállalat piaci értéke (V_L) E_L és D_L összegeként

adódik. A vállalat profitja kamatfizetés előtt, tekintettel ugyanazon eszközállományra, $A \cdot r_A$. Ezen profitból a vállalat kifizeti az idegen tőke r_D nagyságú kamatterhét, amelynek értéke $r_D \cdot D$. Az eladósodott vállalat részvényeseinek pedig a kamatfizetés után marad: $A \cdot r_A - D \cdot r_D$. Az eladósodott vállalat tulajdonosainak (E_L) és hitelnyújtóinak (D_L) együttes jövedelme pontosan megegyezik az eszközök hozamával, ami $A \cdot r_A$.

A kizárólag saját tőkéből működő vállalkozás részvényesei (E_U) szintén $A \cdot r_A$ nagyságú profitot realizálnak. Ugyanakkora nagyságú profitrealizálás után azonban megállapítható, hogy a nem eladósodott vállalat részvényeseinek értéke pontosan megegyezik az eladósodott vállalat részvényeseinek és kötvénytulajdonosainak összegének értékével: $E_U = D_L + E_L$, tehát a két vállalat piaci értéke egyenlő: $V_U = V_L$.

Tehát egy olyan piacon, ahol nincsenek adók és tranzakciós költségek, ott a vállalat értékét kizárólag a mérleg bal oldala, azaz a vállalat eszközei határozzák meg. Ezen elmélet szerint *a finanszírozási politika nincs hatással a vállalat értékére* (Modigliani, 1988).

A tőkeszerkezet irrelevanciája csak és kizárólag *a feltételek fennállása esetén érvényesül*, hiszen csak az adók és a tranzakciós költségek hiányában igaz, hogy a befektetők és a vállalatok is képesek ugyanazon lépések megtételére, így a menedzsment tőkeszerkezeti döntéseit a befektetők azonnal képesek semlegesíteni.

2.6.2. Modigliani és Miller második tétele (MM II.)

Az 1. tételből a következő összefüggést vezette le Modigliani és Miller:

$$(3) \quad i = \rho + (\rho - r) \cdot \frac{D}{S},$$

ahol i a vállalat részvényeinek elvárt hozama, ρ a vállalat eszközeinek tőkésítési ráta (tőkeköltsége), r a kötvényhozam, D a vállalat adósságának piaci értéke és S a részvényeinek piaci értéke. A részvények i hozamrátája lineáris függvénye a tőkeáttételnek. Azaz valamely részvénytől elvárt hozam egyenlő az idegen forrás nélkül gazdálkodó vállalatok részvényétől elvárt hozamnak a pénzügyi kockázattal kapcsolatos prémiummal megnövelt értékével. A kockázati prémium az adott vállalatra jellemző D/S arány és a $(\rho - r)$ különbség szorzatával egyenlő (Modigliani, 1988).

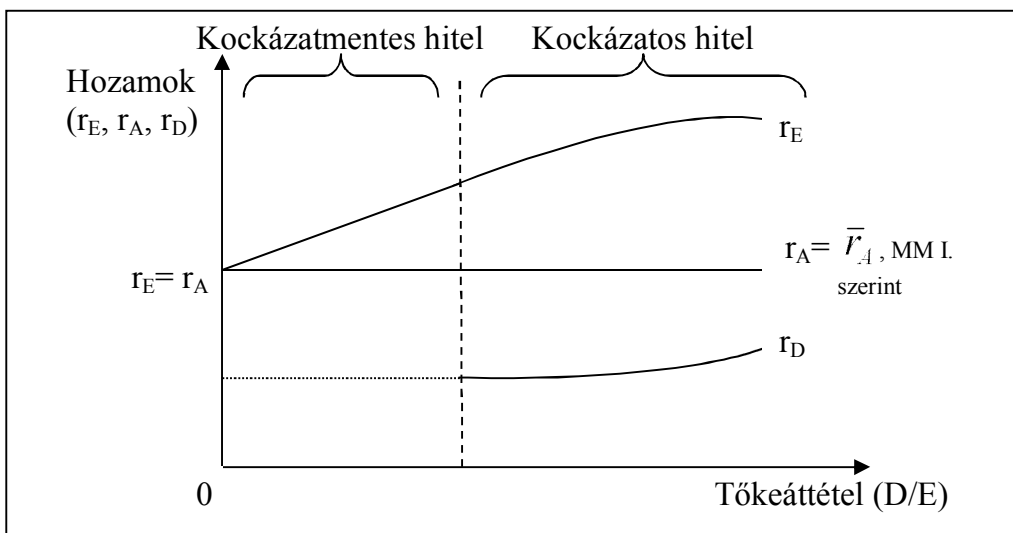
Az MM II. tételének mai jelöléssel felírt formája a következő:

$$(4) \quad r_E = r_A + \frac{D}{E} * (r_A - r_D)$$

ahol r_E részvények várható hozama, r_A eszközök várható hozama, D az idegen tőke nagysága, E a saját tőke értéke és r_D a kötvények várható hozama. Feltételezésük szerint a kötvények alacsony eladósodottsági szint mellett lényegében kockázatmentesek. Ekkor r_E lineárisan növekszik a tőkeáttétel növelésével. De ahogy a vállalat egyre több és több hitelt vesz fel, egyre jobban növekszik a vissza nem fizetés kockázata. Ezért a bank egyre növekvő nagyságú kamatot követel mag a vállalattól. Ekkor a saját tőke várható hozamának növekedése fokozatosan lelassul. Ezt a jelenséget szemlélteti a 2. ábra (Brealey & Myers, 2005).

A vállalat tőkeáttételének növelésével együtt jár, hogy *nő a vállalat pénzügyi kockázata* és ez megmutatkozik a részvények elvárt hozamának növekedésében. Azonban, ha a vállalat számára egy bizonyos kockázati szint felett már csak magasabb kamatláb mellett hajlandóak a bankok hitelt nyújtani, akkor a részvényektől elvárt hozam növekedési üteme csökkenni fog. A jelenség egyszerűen azzal magyarázható, hogy ekkor a hitelezők

kockázatot vállalnak át a részvényesektől, és a tőkeáttétel további növelésével ők viselik a vállalat üzleti kockázatának egyre nagyobb részét.



2. ábra: A saját tőke várható hozamának alakulása a tőkeáttétel növelése függvényében az MM II. tétele szerint

Forrás: (Brealey & Myers, 2005, old.: 501.)

Modigliani & Miller (1958) cikkükben tételeiket nem csak elméleti síkon fogalmazták meg, hanem empirikus adatokkal is alátámasztották. Ehhez két gazdasági szektor adatai álltak rendelkezésünkre: egyrészt egy 43 villamosenergia-szolgáltató cég értékpapírjainak hozamát bemutató adatbázis; másrészt egy 42 olajipari vállalat adatait tartalmazó adatbázis. Mindkét adatbázis esetén regressziós elemzés segítségével bizonyítani tudták, hogy *a tőkeköltség független a tőkeszerkezettől*, valamint, hogy a tőkeáttétel növelésével a részvények elvárt hozama növekszik (Modigliani, 1988).

2.6.3. Az adók hatása a finanszírozási döntésekre

Modigliani & Miller tételeinek legfőbb hibájának kritikusai azt tartják, hogy figyelmen kívül hagyták az adókat. Habár a „Vállalati jövedelemadók és a tőke költsége – korrekció” című cikkükben (1963) kísérletet tettek a társasági adó figyelembe vételére, változtatásaik korántsem tükrözték az adórendszer hatásának valódi jelentőségét (Modigliani, 1988).

A hitellel történő finanszírozásnak a vállalat szemszögéből *adózási előnye van*, mert a hitelezőknek fizetett kamatok a társasági adóalapot csökkentik. Így a vállalat csökkentheti adófizetési kötelezettségét, ha saját forrásait idegen forrásokra cseréli. A tőkeáttétel növelésével ugyan a részvényeseknek kifizethető jövedelem csökken és a kamatkifizetések aránya folyamatosan nő, de a társasági adó kötelezettség is fokozatosan csökkenthető. Az adómegtakarítás kihasználása és a társasági adó minimalizálása a vállalat azon képességétől is függ, hogy képes-e a kamatfizetéshez elegendő jövedelmet termelni. Az *adómegtakarítás (adópajzs)* értékes eszköz lehet egy vállalat kezében.

A legáltalánosabb feltételezés szerint az adómegtakarítás kockázata megegyezik a kamatfizetést létrehozó művelet, azaz a hitelfelvétel kockázatával. Ezért az örökjáradék jellegűnek feltételezett kamatfizetésből adódó adómegtakarítást a hitel kamatlábjával diszkontálhatjuk. Az adómegtakarítás jelenértékét így a következő képlettel határozhatjuk meg:

$$(5) \quad PV(\text{adómegtakarítás}) = \frac{T_C * (r_D * D)}{r_D} = T_C * D,$$

ahol T_C a vállalati adókulcs, r_D az idegen források elvárt hozama és D a hitelösszeg. Természetesen az adópajzs tényleges jelenértéke ennél kevesebb, ha a vállalat nem tervez folyamatos hitelfelvételt vagy a jövőben nem képes kihasználni az adómegtakarítását.

Az adómeztakarítás jelenértéke növeli a vállalat értékét, azáltal, hogy csökkenti az adófizetési kötelezettséget. Ezért a vállalat új értéke ebben az esetben:

$$(6) \text{ Vállalat értéke} = \text{Tisztán saját tőkéből történő finanszírozás melletti érték} + \text{PV(adómeztakarítás)}.$$

Ha szigorúan értelmeznénk ezt a szabályt, arra a következtetésre jutnánk, hogy az optimális tőkeszerkezet a 100 százalékgig hitelből finanszírozás lenne. Egy vállalat számára egy ilyen tőkestruktúra végzetes lehetne, mivel hatalmas pénzügyi nehézségeik adódnának, és megnőne a csőd kockázata. És nagy valószínűséggel e problémák közömbösítenék az adómeztakarítás okozta előnyöket (Modigliani & Miller, 1961).

A vállalat érdeke saját adófizetési kötelezettségének minimalizálásán túl, hogy részvényeseinek és hitelezőinek a lehető legtöbb jövedelem kifizetését biztosítja. Ennek vizsgálatakor a társasági adón kívül figyelembe kell venni a kötvényesek által a kamatjövedelem után fizetendő jövedelemadó (kamatadó) és a részvényeseket terhelő osztalékjövedelem után fizetendő jövedelemadó (osztalékadó) nagyságát is. 1000 Ft kifizetett profit esetén a kötvényes (1000Ft – kamatadó) jövedelemhez jut, míg a részvényes (1000 Ft – osztalékadó)*(1000 Ft – társasági adó) pénzáramlásra számíthat. Amennyiben a két érték nagysága megegyezik – azaz a *tőkejövedelmek harmonizált adóztatásáról* beszélhetünk – a tőkeszerkezet a vállalat értéke szempontjából *irreleváns*, mert ekkor nem érhető el adómeztakarítás akármilyen sajáttőke – idegen tőke kombinációt is alkalmaz a vállalat.

Amennyiben az adósság adózás utáni jövedelme magasabb, a vállalat adómeztakarítást realizál és egyben befektetői számára is nagyobb adózás utáni hozamot tud biztosítani. Ilyen esetben a menedzsment kötvénykibocsátással vagy hitelfelvétellel növelni tudja a vállalat értékét.

Fordított esetben – amikor a részvényesek adózott jövedelme magasabb, mint a kötvényeseké – a részvényel történő finanszírozás lenne az előnyösebb. Az *adósság adózási előnye* a részvényel történő finanszírozással szemben:

$$(7) \text{ Adósság relatív adóelőnye} = \frac{1 - T_p}{(1 - T_{pE})(1 - T_C)}$$

ahol T_p a kamatadó, T_{pE} az osztalékadó és T_C a vállalati adókulcs. A relatív adóelőny értéke akkor 1, ha a kamat- és az osztalékfizetés adóterhe megegyezik, azaz a tőkejövedelmek adóztatásának harmonizációjáról beszélhetünk. Amennyiben egynél kisebb, a részvényfinanszírozás az előnyösebb. Ha egynél nagyobb, adósság jellegű finanszírozás által maximalizálható a vállalat értéke (Brealey & Myers, 2005).

A magyar adórendszer sajátossága, hogy az adósságnak csupán *minimális adóelőnyéről* beszélhetünk. És mivel a befektetők többsége intézményi befektető, ezért őket a személyi jövedelemadó részét képező osztalék- és kamatadó hatása nem is érinti. És mivel a társasági adó törvény a kapott osztalékot, mint adóalap csökkentő tételt veszi figyelembe, ezért végső soron a kapott osztalék és a kapott kamat ugyanolyan adóterhet visel a forrást nyújtó szempontjából.

Miller (1977) „Debt and Taxes” című cikkében azt kívánta bizonyítani, hogy még egy olyan világban is, ahol a kamatkidások teljesen levonhatóak az adóalapból, egyensúlyi helyzetben a vállalat értéke független a tőkeszerkezettől. Úgy vélte, hogy a csőd költségre vonatkozó elméletek – amelyek akkoriban meghatározóak voltak az optimális tőkeszerkezetre vonatkozó vitákban – tévesek és a kutatók túlbecsülik azokat. Legalábbis a nagy vállalatok számára a feltételezett átváltás az adózási előnyök és a csőd költségek közt olyan gyanúsak tűnik, mint a „mesebeli ló és nyúl pörkölt receptje: egy ló és egy nyúl” (Miller, 1977, old.: 264.).

A hitellel való finanszírozás és a vállalati érték közötti kapcsolatot Myers (1977) a következőképpen jellemzi: ha a részvénykibocsátás helyett hitelfelvételt alkalmazunk a tőkestruktúrában, azt láthatjuk, hogy a kamat miatti adómegettakarítás jelenértéke kezdetben fölülmúlja az értékes befektetések lemondásából származó vállalati értékvesztéséget. Egy bizonyos ponton a két hatás éppen kiegyenlíti egymást. E ponton túl viszont a további hitelfelvétellel csökken a vállalat értéke. Az *optimális eladósodottsági szint* attól is függ, hogy az adósság miatti adómegettakarítás értéke változna-e ha a vállalat csődbe menne, vagy limitált-e az adóból leírható kamatösszeg.

A DeAngelo & Masulis szerzőpáros (1980) a Miller-modellből kiindulva vezette le a *belső tőkeszerkezet-optimumot*. Elméletük alapja, hogy a nyereség és a veszteség kezelése számviteli értelemben nem szimmetrikus. Miközben a nyereség után adózni kell, veszteség esetén nem kapunk adóvisszatérítést. Léteznek technikák, mint például a veszteségelhatárolás vagy a nyereséges és veszteséges vállalatok összevonása, de ezek nem jelentenek tökéletes megoldást e problémára. Továbbá a vállalatok számos lehetőséggel élhetnek az adóköteles eredmény csökkentésére, ezért minél alacsonyabb egy vállalat jövedelmezősége, és az adócsökkentő technikák minél szélesebb palettája létezik, annál kevésbé érintik a vállalatokat a hitelfelvétel adómérséklő hatásai.

Megállapították, hogy a piaci egyensúlyban minden egyes vállalatnak lesz egy saját – belső – optimális tőkeáttétele is, amely a csődkielégítési és egyéb költségek megléte nélkül is fennáll. Ugyanakkor ezek modellbe való bevezetése esetén az egyéb nem adósságjellegű adóalapot csökkentő tételek megléte nem befolyásolja az egyedi optimum meglétét. Minél nagyobb a tőkeáttétel, annál nagyobb a valószínűsége annak, hogy a pótlólagos hitelfelvételből származó *adómegettakarítás részlegesen vagy teljesen elvész*.

Az optimális hitelszint abban a pontban lesz, ahol a *marginális adómegtakarításból származó előny* és a *marginális személyi jövedelemadó veszteség* kiegyenlíti egymást.

Modelljük jelentősége abban áll, hogy rámutat arra, hogy a személyi jövedelemadó kulcsának nem feltétlenül kell megegyeznie a nominális vállalati adókulccsal ahhoz, hogy az MM I. tétel teljesüljön (DeAngelo & Masulis, 1980).

2.6.4. Választásos elmélete (Trade-off Theory)

Pénzügyi nehézségek akkor következnek be egy vállalat életében, ha a hitelezőknek tett ígéretek csak nehezen vagy egyáltalán nem kerülnek teljesítésre. E problémák végső soron csődhöz vezethetnek.

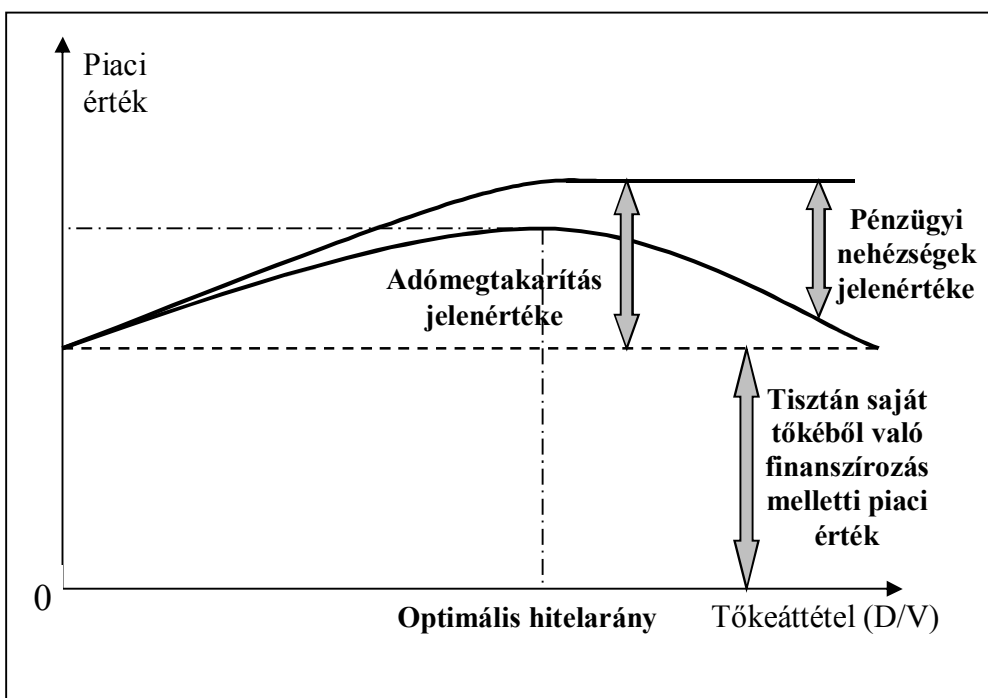
A *közvetlen csőd költségek* (jogi és adminisztrációs költségek) a vállalat értékének 3-4%-át is elérhetik (Barabás, 2010), míg Warner (1977) a csőd költségeket a vállalat piaci értékének függvényében 10%-ot megközelítő nagyságúra is becsülte, ami a vállalat méretének növekedésével csökken. Tehát a kisebb vállalatok csőd költségei meghaladják a nagyvállalatok csőd költségeit.

A hitellel történő finanszírozásról beláttuk, hogy az adómegtakarításon keresztül növeli a vállalat értékét. Ezért arra a következtetésre jutottunk, hogy értéke akkor maximális, ha a lehető legtöbb hitelt veszi fel a vállalat. Ezen a ponton lépnek be a *pénzügyi nehézségek*. A befektetők tudják, hogy egyre nagyobb tőkeáttétellel működő vállalatoknak teljesítési nehézségei adódhatnak, ezért ezt beépítik hozamvárakozásaikba. Így a vállalat piaci értéke:

(8) Vállalat értéke = Tisztán saját tőkéből történő finanszírozás melletti érték
+ PV(adómegtakarítás) – PV(pénzügyi nehézségek költségei).

A pénzügyi nehézségek várható értéke a problémák bekövetkezésének valószínűsége, valamint a költségek várható nagysága alapján határozható meg.

Vizsgáljuk meg a 3. ábra segítségével, hogy hogyan változik a vállalat értéke a pénzügyi nehézségek jelenértékének figyelembevételével. Az adómentakarítás kezdetben növekszik a tőkeáttétel növelésével, míg a pénzügyi nehézségek költségei elhanyagolhatóak, így az adóelőny túlsúlya fokozatosan növeli a vállalat értékét. Egy bizonyos pont után a nehézségek költségei kerülnek túlsúlyba, ezért a vállalat piaci értéke a további hitelek felvételének következtében már csökkenni kezd (Brealey & Myers, 2005).



3. ábra: Optimális tőkeszerkezet az adómentakarítás és a pénzügyi nehézségek költségeinek figyelembevétele mellett

Forrás: (Brealey & Myers, 2005, old.: 527.)

Az *elméleti optimum* ott következik be, ahol a pótlólagos hitel felvételekor bekövetkező adómegtakarítás növekedése megegyezik a pénzügyi nehézségek jelenértékének növekedésével. A vállalat értéke éppen azon a ponton lesz maximális. A kisebb hitelarány adómegtakarítás veszteséget okoz, míg a nagyobb hitelarány a pénzügyi nehézségek jelenértékének növekedésén keresztül csökkenti a vállalat értékét (DeAngelo & Masulis, 1980).

A pénzügyi nehézségek és az adómegtakarítás közti átváltásról szóló elméletet nevezzük a tőkeszerkezet *választásos elméletének* (*trade-off theory*), amely elismeri, hogy vállalatonként eltérő lehet az optimális hitelállomány. A pénzügyi nehézségek elsősorban eszközoldali problémák következtében merülnek fel. Így egy kevésbé kockázatos eszközökkel rendelkező vállalat optimális tőkeszerkezetében nagyobb szerepet kaphatnak a hitelek, mint egy kockázatosabb vagy nem nyereséges cég esetén.

A választásos elmélet ezért *megmagyarázhatja az egyes ágazatok közötti tőkeszerkezetbeli különbségeket*, hiszen az egyes ágazatokon belül a vállalatok eszközök kockázata (tőke költsége) megegyezik. Azonban *nem képes magyarázatot adni az egyes ágazaton belüli vállalatokra jellemző tőkeáttételek különbözőségeire* és arra sem, hogy miként képes néhány nagyon sikeres vállalat (pl. IBM, Pfizer) kis adósság mellett egyre nagyobb ütemben növekedni (Brealey & Myers, 2005).

A pénzügyi nehézségek költségei a piaci tökéletlenségek következtében még jelentősebben jelentkeznek a kkv-k esetén, mint a nagyvállalatoknál. A kisvállalati szektor képviselői nehezebben és magasabb hitelkamatláb mellett juthatnak forrásokhoz és tranzakciós költségeik is arányaiban magasabbnak tekinthetők, tehát számukra az eladósodás kevésbé járható út. Az optimális hitelállomány nagyságát ezért a kkv-k esetén jól kisebbnek feltételezhetjük, mint a nagyvállalatok esetén.

2.6.5. Az ügynökelmélet (Agency Theory)

A tőkeáttétel növekedésével nem csak a csőd költségek kerülnek előtérbe, de az ügynökköltségek is fokozottan jelentkeznek. Az ügynökelmélet a *megbízó-ügynök problémával* foglalkozik, azaz a vállalat érdekhordozói közt fennálló konfliktusokkal, és azok hatásait számszerűsíti.

A konfliktusok elsőként a vállalat tulajdonosai és menedzserei között érhetőek nyomon. A tulajdonosok érdeke a vállalat értékének maximalizálása, de ez a cél nem feltétlenül esik egybe a menedzserek saját önös érdekeivel. Az ügynökköltségek azon lépések (pl. felügyelet, ösztönzők) költségeinek számszerűsítését fejezik ki, amelyeket a tulajdonosok tesznek annak érdekében, hogy a menedzserek tevékenységét kontrollálni tudják. Jensen & Meckling (1976) a tőkeszerkezeti döntések kapcsán a konfliktusoknak két csoportját különíti el: egyrészt *a tulajdonosok és a menedzserek* közötti, másrészt pedig *a részvényesek és a kötvényesek* közötti érdekkonfliktusokat.

Az első konfliktus okozta ügynökköltségek csökkenthetőek, ha a menedzsereket érdekeltté tudjuk tenni a vállalat értékének növekedésében (pl. az ösztönzési rendszer kialakítása révén). A tulajdonosok és a menedzserek kapcsolatát az információs aszimmetria is jellemezheti, mely szerint a vállalatvezetők többet tudnak a cég valódi állapotáról, mint a külső befektetők vagy a hitelezők (Balla, 2006b).

A részvényesek és a kötvényesek közötti érdekkellentétek a csőd bekövetkezésének valószínűségével egyre inkább előtérbe kerülnek. A konfliktus fő oka csőd esetén a követelések kielégítésének sorrendjéből adódik, hiszen a hitelezők ebben a rangsorban előrébb helyezkednek el, így nagyobb valószínűséggel kerülnek kielégítésre követeléseik.

A tőkeáttétel növekedésével a hitelezők ügynökköltségei megnőnek, míg a részvényesek ügynökköltségei csökkennek. Az ügynökköltségek

tekintetében az *elméleti optimum* ott található, ahol a két költség összege a legkisebb értéket veszi fel (Jensen & Meckling, 1976).

2.6.6. Hierarchia elmélet (Packing Order Theory)

A hierarchia elmélet az *aszimmetrikus információk* feltételezéséből indul ki. Ez azt jelenti, hogy a menedzsment többet tud a vállalat jövőbeli lehetőségeiről, mint a külső befektetők.

Amikor egy projekt finanszírozásáról kell dönteni, a vállalati vezetők mérlegelik a beruházásból származó nettó jelenértéket és a finanszírozás költségeit. Akkor érdemes új részvény kibocsátásával finanszírozni egy beruházást, ha a vállalat részvényei *túlértékelték*, azaz amikor a vezetés birtokában levő többletinformáció kedvezőtlen, s így a piac túlértékeli a részvényt. Ha a vállalat részvényét a piac *alulértékeli*, akkor új részvények kibocsátásával veszteséget szenvednek el, és előfordulhat, hogy ilyenkor már nem éri meg az új részvények kibocsátása, ami a pozitív nettó jelenértékű beruházásról való lemondáshoz vezet (Brealey & Myers, 2005).

Mindebből az következik, hogy a menedzsment olyan forrást keres, amelynek értéke a legkevésbé függ az információs különbség mértékétől. Ilyen forrás elsődlegesen a belső forrás lehet, ezt követi a vállalati adósság, és csak legutolsó sorban merül fel a részvénnel történő finanszírozás.

Hasonló gondolatmenet először Donaldson (1961) írásában fogalmazódott meg, aki vizsgálataiban azt figyelte meg, hogy a menedzsment beruházásai finanszírozására *elsősorban belső forrásokat használ*, és csak legvégső esetben fordul a részvénykibocsátás felé. Myers & Majluf (1984) tanulmánya szerint, ha a menedzsment részvénykibocsátással finanszírozza a vállalati befektetéseket, akkor ebből a piaci szereplők arra következtetnek, hogy a menedzserek túlértékeltnek tekintik a részvényt és ennek hatására a részvények árfolyama esni fog. Ezért a vállalat vezetői

igyekeznek elkerülni a részvénykibocsátást, és a finanszírozásnak más módját választják. Ezzel igyekeznek elkerülni a részvényárfolyam negatív irányú befolyásolását. Alulértékelt részvényeket csak abban az esetben bocsátanak ki, ha az azokból finanszírozott projekt nettó jelenértéke ellensúlyozni tudja a részvényárfolyam esése által okozott veszteséget.

Myers (1984) a következőképpen foglalta össze az elmélet lényegét:

- A vállalatok előnyben részesítik a belső finanszírozást.
- Az osztalékfizetési hányadot a befektetési lehetőségekhez igazítják, miközben ügyelnek arra, hogy az osztalék nagysága stabil legyen.
- Az osztalékpolitika, a nyereség és a befektetési lehetőségek előrejelezhetetlen ingadozásai azt eredményezik, hogy a pénzáramlás időnként több, máskor pedig kevesebb, mint a tőkekiadások. Ha a vállalatnak többlete keletkezik, azt sosem fordítja részvényvisszavásárlásra, hanem visszafizeti az adósságát. Ha külső finanszírozási forrásra van szükség, a vállalat a legbiztonságosabb értékpapírt bocsátja ki először, a vállalati kötvényt (hitelt vesz fel), utána lehetséges valamilyen hibrid értékpapír, például átváltható kötvénykibocsátás. És csak akkor, ha már nincs más lehetősége, pótolhatja finanszírozási szükségletét részvénykibocsátással.
- A hierarchia elmélet esetében nincs optimális idegen tőke/saját tőke arány. A saját tőkének ugyanis kétféle formáját értelmezi, a külsőt és a belsőt. A külső saját tőkebevonás (részvénykibocsátás) a hierarchia legvégén áll, a belső saját forrásbevonás (visszatartott profit) a hierarchia csúcán szerepel. Ezért a tőkeáttételi mutató valójában csak a vállalat külső finanszírozási szükségletének mutatójává válik.

Népszerűsége ellenére ez az elmélet is sok kritikában részesült. Myers maga is elismerte, hogy a hierarchiába rendezés modellje csak a kiinduló feltételek (pl. a vállalatvezetők információs előnye) figyelembevételével működik

kielégítően. A tőkestruktúra-elméletek között ez a teória örvend a legszélesebb körű elfogadásnak, s ez fedi le a legnagyobb mértékben a lehetséges tőkeválasztási lehetőségeket. A hierarchia elmélet megmagyarázza a pénzügyi tartalékok szerepét és az ágazaton belüli eltéréseket, de nem indokolja az ágazatok közti különbségeket.

2.6.6.1. Hierarchia elmélet a kkv-k esetén

Habár a *hierarchiába rendezés modellje* a nagy, jellemzően tőzsdén jegyzett vállalatok tőkeszerkezeti döntéseire ad magyarázatot, a források rangsorolása – bár más hatások eredményeként, de – a kkv-szektorban is érvényesül.

Scherr et al. (1990) szerint a kkv-k finanszírozási gyakorlatára leginkább ez az elmélet adhat magyarázatot, mert ez nem mond ellent annak a megfigyelésnek, miszerint a kisvállalkozások a külső források közül messze a *legnagyobb arányban a hiteleket* veszik igénybe.

Holmes & Kent (1991) a hierarchia elmélet érvényesülését azzal támasztotta alá, hogy a kkv-k esetén a vállalkozások vezetői egyben a tulajdonosok is, ezért *nem áll érdekükben*, hogy egy finanszírozási döntés révén *tulajdonosi jogaik sérüljenek*.

Zoppa & McMahon (2002) azon állításból kiindulva, hogy a külső forrásból származó *saját tőke*, mint finanszírozási eszköz a kkv-szektorban *nem releváns*, kidolgozták a kkv-kra vonatkoztatva az ún. *módosított hierarchia elméletet*. A források rangsora a kkv-k specialitásait figyelembe véve a következők szerint alakul:

- visszaforgatott nyereség (a tulajdonos hozzájárulásaként fogható fel, ami a hosszú munkaórák és a piaci szintnél alacsonyabb bér eredménye);
- rövid lejáratú idegen források (kezdve a kereskedelmi hitelektől, beleértve a személyes hitelkártyával való finanszírozást);

- hosszú lejáratú idegen források (kezdve a tulajdonosok és tulajdonos-vezetők által nyújtott hosszú lejáratú kölcsönökkel (kvázi saját tőke), a családtól és barátoktól kapott kölcsönöket is ideértve);
- a tulajdonosok és a tulajdonos-vezetők saját tőkeinjekciói (ideértve esetleg a családot és a barátokat is, ami a jelenlegi tulajdonosoknak kifizetett alacsony vagy nulla osztalék eredménye);
- új saját tőke korábban kívülálló partnerektől (új tulajdonosok vagy tulajdonos-vezetők, kockázati tőkebefektetők, üzleti angyalok).

2.6.7. Tőkeszerkezet-elméletek a magyar kkv-k esetén

A bemutatott tőkeszerkezeti elméletek alapján azt feltételezem, hogy a magyar kkv-k vizsgálata kapcsán az adósság adómegettakarító szerepe nem játszik domináns szerepet tőkeszerkezeti döntéseinek meghozatala során, a fizetendő adó csökkentésének egyéb lehetőségei sokkal nagyobb szerephez jutnak e tekintetben.

A pénzügyi nehézségekről elmondható, hogy a kkv-kat az eladósodásnak viszonylag alacsony szintjén is jelentősen terhelik pl. a magas hitelkamatlábak miatt, ezért a jelentős eladósodás számukra nem járható út.

A megbízó-ügynök konfliktus érinti legkevésbé a kkv-kat, hiszen a legtöbb esetben a vállalat vezetője és tulajdonosa egy és ugyanaz a személy, így a menedzser és a tulajdonos eltérő érdekeiről nem beszélhetünk.

A kis- és középvállalkozások szempontjából leginkább *a hierarchia elmélet érvényesülését tartom releváns* feltevésnek, vagyis a belső források elsődlegességét a külsővel szemben, amit, a pénzügyi nehézségek kapcsán megállapítottak is alátámasztanak.

2.7. A tőkeszerkezet befolyásoló tényezői

Krénusz (2005b) a tőkestruktúra meghatározó tényezőit (determinánsok) két nagy csoportba sorolta. *Makrotényezők* alatt olyan regionális vagy országos szintű jellegzetességeket vett figyelembe, amelyekre a vállalatnak nincs hatása. E tényezők kívülről (exogén módon) befolyásolják a vállalat finanszírozási döntéseit. A *mikrotényezők* (endogén tényezők) a vállalat sajátosságait jelentik, amelyek közvetlenül befolyásolják a vállalat tőkeszerkezeti politikáját.

2.7.1. Exogén tényezők hatása a tőkeszerkezetre

A makrotényezők az országok vagy régiók olyan, a vállalat szempontjából *nem befolyásolható* jellemzői, amelyek a vállalat külső környezetét jelentik. Ezek a tényezők explicit módon befolyásolják a vállalatok tőkeszerkezetét.

Az exogén tényezők hatásának vizsgálata nem célja disszertációmnak, bár ezek segítségével magyarázhatóvá válhatnak a magyar vállalkozások körében tapasztalt területi különbségek. Habár a tényezők többsége (pl. adórendszer, jogrendszer) egyformán hat minden kis- és középvállalkozásra, más tényezők (pl. regionális GDP, input és output piaci sajátosságok) jelentősen befolyásolhatják a kkv-k tőkeszerkezeti döntéseit.

2.7.1.1. Makroökonómiai jellemzők

A makroökonómiai tényezők az ország vagy régió makrogazdaságának olyan jellemzői, amelyek befolyásolják a tőkeszerkezeti döntéseket. Ezek például: a GDP növekedése, a gazdasági ciklusok, a kamatlábak szintje vagy az inflációs ráta. A kutatások bebizonyították, hogy a jó gazdasági feltételek javítják a finanszírozási forrásokhoz való hozzáférést, de a hatásuk iránya magára a tőkeáttételi mutatóra nem határozható meg egyértelműen.

Az egy főre jutó GDP értéke az egyes területi egységek egymáshoz viszonyított relatív gazdagságának mérőszámaként értelmezhető. A magasabb értékkel rendelkező országokról azt feltételezhetjük, hogy több és jobb finanszírozási alternatívával bírnak, ezért az egy főre jutó GDP pozitív kapcsolatban áll az eladósodottsággal minden vállalatméret esetén.

A nagy *gazdasági növekedés* a vállalati szektor jó teljesítményét jelzi, jó növekedési lehetőségeket feltételez (Smith & Watts, 1992), ami a vállalatok beruházási kedvének és végső soron adósságállományának növekedéséhez vezet. Ezért a GDP növekedése és a tőkeáttétel között pozitív kapcsolatot várhatunk.

Bas & Muradoglu & Phylaktis (2009) 25 fejlődő ország adatait alapul véve szignifikáns pozitív kapcsolatot talált az egy főre jutó GDP és a GDP növekedésével a teljes eladósodottság, valamint a rövid- és hosszú lejáratú hitelek esetén is.

A *magas inflációjú* országok sokkal több bizonytalansággal szembesülnek. Habár a magas infláció a tartozások elértéktelenedését okozza, a vállalatok a magas, nem várt inflációra mégsem reagálhatnak eladósodottságuk növelésével, hiszen annak szükséges velejárója a nominális kamatlábak emelkedése. A kamatlábak emelkedésének persze nem kizárólagos okozója a pénz elértéktelenedése. Ezek alapján a kamatlábak és az infláció esetén is negatív kapcsolat tételezhető fel.

A *rövid és hosszútávú kamatlábak közti kamatrés* csökkenése a hosszú lejáratú hiteleket relatív drágábbá teszi, ezért a vállalatok a rövid lejáratú hitelek felé fordulnak. Tehát a kamatrés pozitív viszonya feltételezhető a hosszú lejáratú kötelezettségek és negatív viszonya a rövid lejáratú kötelezettségek esetén.

Bas & Muradoglu & Phylaktis (2009) az infláció tekintetében negatív kapcsolatot tapasztalt az összes adósság és a rövid lejáratú kötelezettségek

esetén, viszont pozitívat a hosszú lejáratú hiteleknél. A kamatláb a várakozásokkal ellentétben pont az inflációval ellenkezőleg reagált minden lejárat esetén.

Bartholdy & Mateus (2008) európai kkv-k makroökonómiai tényezőinek vizsgálata során az inflációs rátát, a rövid- és hosszútávú kamatlábakat, a GDP növekedését és a kamatrés értékeit vették alapul. Az infláció tekintetében szignifikáns negatív kapcsolatot bizonyítottak. A kamatrés tekintetében egyes országok (pl. Belgium, Anglia) szignifikáns pozitív, míg más országok (pl. Németország, Portugália) szignifikáns negatív eredményt kaptak. Megállapították, hogy a kamatrés 1%-os növekedése átlagosan 2,39%-os növekedést okoz a vállalati tőkeáttételben.

Jensen & Uhl (2008) szintén európai kkv-kat vizsgálva szignifikáns negatív kapcsolatot bizonyított a GDP növekedés és a tőkeáttétel között minden lejárat esetén. Az infláció és a kamatmarzs esetén pedig szignifikáns pozitív kapcsolatot tártak fel.

2.7.1.2. Jogrendszer

A jogrendszer elsődleges funkciója, hogy védje a befektetők jogait. A befektetők védelmére az egyes országokban gazdasági társaságokat szabályozó törvényt, csődtörvényt, pénzügyi piacokat szabályozó törvényeket fogalmaznak meg. Az egyes országok különböző szabályozásai eltérő módon hatnak a tőkeszerkezeti döntésekre. Általában elmondható azonban, hogy *a szigorúbb szabályozások korlátozzák az eladósodás lehetőségét*, tehát nem engedik a végletekig növekedni a tőkeáttételt.

La Porta és szerzőtársai (1998) a különböző országokban történelmileg kialakult jogrendszereket négy nagy csoportba sorolták: a precedens jogon alapuló *angolszász* és a római jogon alapuló *francia, német* és *skandináv jogcsaládok* csoportjába. Mind a részvényesek, mind a

kötvényesek érdekei az angolszász rendszerekben érvényesülnek leginkább. A német és a skandináv országok törvényei közepesen szigorúak, míg a francia törvények biztosítanak a legkevesebb jogot a követelések tulajdonosainak. Magyarország a német jogcsaládok csoportjába tartozik.

La Porta és szerzőtársai több tanulmányt publikáltak e témában és az őáltaluk kidolgozott pontrendszer alapján vizsgálja a Doing Business nemzetközi gazdasági rangsorokat tartalmazó honlap is az egyes országokat a szerződések végrehajtása tekintetében (Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 2003). A mutató a *jogrendszer hatékonyságát* vizsgálja vitás kereskedelmi kérdések letisztázásában, konkrét esetek alapján. A rangsor végül a következő három tényező számtani átlagaként kapott érték alapján kerül kialakításra: a kereskedelmi vita lefolytatásának átlagos ideje; ügyvédi, bírósági és végrehajtási költségek a követelés értékéhez viszonyítva; a követelés dokumentálásának, a döntés meghozatalának és végrehajtásának lépései. Magyarország 2013-ban a rangsor 16. helyét foglalja el két helyet javítva a 2012-es 18. helyéhez viszonyítva, az összesen 185 országot tartalmazó felsorolásban (Doing Business, 2013a).

A Doing Business honlap *a* hitelfelvétel tekintetében is rangsorolja az országokat. Ez a mutató *a hitelezők és a kölcsönfelvevők törvényes jogait* méri a lezárt tranzakciók bizonyos mutatóin keresztül és az egymásnak nyújtott hitelezési információk szempontjából. A törvények erejét 1-től 10-es skálán pontozza, míg a hitelezési információk indexe 1-től 6-ig terjedhet, ami a hitelezési információs rendszer sajátosságait jellemzi. Ezen kívül figyelembe veszi a hitellel rendelkező magánszemélyek és vállalkozások, valamint a legnagyobb hitellel rendelkezők arányát a felnőtt népességhez viszonyítva. Magyarország 2013-ban az 53. helyet kapta a rangsorban (Doing Business, 2013b). Az információs rendszer esetén kifogásolt jellemvonások, hogy ezek nem érhetőek el mindenki számára, valamint,

hogy nem állnak rendelkezésre legalább 2 évre visszamenőleg adatok. A törvények ereje esetén feltárt hiányosságok a következők: az értékpapírok nem szolgálhatnak fedezetként külön igazolás nélkül a hitelfelvétel során; a később beszerzésre kerülő eszközök nem kerülnek automatikusan az eszközök közé; valamint, hogy a felszámolási vagy a csődeljárás elindítása esetén a hitelezők nem válnak automatikusan az eljárás szereplőivé.

Safavian & Sharma (2006) a Világbank és a Doing Business adataira támaszkodva kelet-európai országok összehasonlító vizsgálatát végezték el. Szignifikáns pozitív kapcsolatot tártak fel a hitelezői jogok és a vállalati hitelfelvételek tekintetében, vagyis *a gyengébb jogok kevésbé ösztönöznék hitelfelvételekre*. A szerződések végrehajtását is vizsgálták és azt találták, hogy az összefüggésben áll a hitelezői jogokkal. Eredményeik azt mutatják, hogy a kapcsolat annál gyengébb, minél gyengébb a jogrendszerre épülő bírósági rendszer hatékonysága. Az igazságszolgáltatásban való bizalom indexe, valamint az eljárás lefolytatásának érzékelt sebessége tekintetében pedig szignifikáns negatív kapcsolatot mutattak ki a banki hitelek állománya tekintetében.

De Jong, Kabir & Nguyen (2008) 42 ország kkv-adatainak vizsgálatához a végrehajtási rendszer hatékonyságának és a jogrendszer La Porta és szerzőtársai (1998) szerinti osztályozása, a legalitás Berkowitz, Pistor & Richard (2003) szerinti mérőszáma és a korrupció mutatóból (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998) számított értékeket tesztelte regresszió segítségével. A mutató szignifikáns negatív kapcsolatát figyelték meg a vállalatméret, míg szignifikáns pozitív kapcsolatát a jövedelmezőség és a likviditás tekintetében.

El Ghoul és szerzőtársai (2012) a részvénytulajdonosok és a hitelezők jogait külön-külön osztályokba sorolva arra a következtetésre jutottak, hogy

a vállalatok a hitelezői jogok erősödésével csökkentik az adósságállományukat, míg a részvényesek jogai és a hosszú lejáratú kötelezettségek között nem találtak egyértelmű kapcsolatot. Megállapításaik tehát ellentmondanak a kínálatoldali megközelítésnek, miszerint az erős hitelezői védelem növeli a vállalatok adósságállományát, mert a hitelezők szívesebben nyújtanak hiteleket kedvezőbb feltételek mellett.

Jensen & Uhl (2008) európai kkv-k adatait alapul véve a jogrendszer erejét vizsgálva a következő eredményekre jutott: a korrupció – a Transparency International korrupciós indexét alapul véve – negatívan befolyásolja a kötelezettségeket minden lejárati esetén. Minél fejlettebb a hitelinformációs rendszer és minél nagyobb a kereskedelmi szerződések és a törvényi jogok ereje, annál kisebb az eladósodottság minden formája. A magas kártalanítási arány – vagyis felszámolás esetén a behajtott követelések aránya – pozitívan befolyásolja a tőkeáttételt.

2.7.1.3. Pénzügyi közvetítőrendszer fejlettsége

A pénzügyi rendszer az egyik legfőbb magyarázója az eltérő tőkestruktúráknak. Két jól elkülönült pénzügyi rendszer alakult ki a történelem során: az *angolszász* és a *német (kontinentális)*. Angolszász rendszerű országokban (pl. USA, Egyesült Királyság) az idegen tőke alacsony, míg a részvények magas aránya jellemző. Kontinentális rendszerek (pl. Németország, Franciaország) esetén éppen ennek ellenkezője tapasztalható (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998). Magyarország a kontinentális típusba tartozik.

A pénzügyi közvetítő rendszer fejlettsége kapcsán a részvénytőkepiac és tőkepiac nagyságát és szerepét kell hangsúlyozni. Azonban számos országban – ahogy Magyarországon is – a finanszírozási formák közül a

banki hitelek szerepe a leghangsúlyosabb, de természetesen csak a belső források után – ez kiemelten igaz a kis- és középvállalkozások esetén.

Rajan & Zingales (1995) a két rendszert összehasonlítva nem talált szisztematikus különbséget a tőkeáttétel mértékében. Azt a megállapítást tették, hogy *a bankorientált és piacorientált országok közötti finanszírozási különbség* fő megnyilvánulási formája sokkal inkább a nyilvános (részvények és kötvények) és magánfinanszírozásban (bankhittel) meglévő különbségben keresendő, mintsem a tőkeáttétel nagyságában.

De Jong, Kabir & Nguyen (2008) a hitelezők jogainak védelmével és a kötvénypiac fejlettségével jellemezte a kötvénypiac szerkezetét, és a részvényesek jogainak védelmével és a részvénytőke fejlettségével a részvénytőkepiacot. A kötvénypiac fejlettsége és a likviditás között szignifikáns negatív kapcsolatot tártak fel. A részvénytőkepiac fejlettsége az eszközök összetételével és a kockázattal áll negatív kapcsolatban, mert csökkenti az ügynökköltségeket. Míg a részvényesek jogai a mérettel pozitívan, a jövedelmezőséggel pedig negatívan korrelálnak. A pénzügyi közvetítőrendszer fejlettsége kapcsán a tőkeképződést is figyelembe vették, mint a belső források bővülésének mutatószámát. Ennek eredményéül azt kapták, hogy a tőkeképződés negatív kapcsolatban áll a kockázattal, a jövedelmezőséggel és a likviditással. Ez azzal magyarázható, hogy a tőkeképződés erősíti a hierarchia elmélet létjogosultságát.

Jensen & Uhl (2008) a pénzügyi közvetítő rendszer kapcsán a *bankkoncentrációt* vizsgálták. A bankkoncentráció mérésére használható a 3-vállalat koncentrációs index, amit az IMF alakított ki. Értéke 0 és 1 közötti lehet, mivel a három legnagyobb bank eszközeinek értékét méri az adott ország összes banki hiteléhez viszonyítva. A bankkoncentráció és a tőkeáttétel között szignifikáns negatív kapcsolatot tártak fel. Tehát minél nagyobb a koncentráció, annál kisebb a bankok közötti verseny és annál

kisebb mind a rövid, mind pedig a hosszú lejáratú kötelezettségek aránya. A GDP-arányos tőkepiaci kapitalizációt, tehát a kötvények és részvények piacának együttes vizsgálatát, az tette indokolttá, hogy kkv-k esetén a részvények nem játszanak túl nagy szerepet a finanszírozásban. Ezért ennek a mutatóknak a nagysága az együttes forráskínálat bőségét fejezi ki. Eredményül szignifikáns pozitív kapcsolatot kaptak.

2.7.1.4. Adórendszer

Az adórendszer és a tőkeszerkezeti döntések közti kapcsolatot magyarázó elméleteket a 2.6.3. fejezetben már bemutattam, ezért itt csak az empirikus eredmények bemutatására szorítokozom.

Habár az adórendszer számtalan tőkeszerkezeti tanulmány központi témája, a gyakorlatban ritkán mutathatóak ki az adók szignifikáns hatásai. A kkv-k esetén pedig feltételezhető, hogy az adórendszer egyéb elemei, más adómegetakarítási formák (amortizáció, kedvezmények) hatása felülmúlja az adósságból levezethető adómegetakarítás hatását.

Bas & Muradoglu & Phylaktis (2009) 25 fejlődő ország vállalatait vizsgálva a társasági adók legmagasabb határkulcsát alapul véve pozitív kapcsolatot talált a teljes eladósodottság és a rövid lejáratú kötelezettségek esetén. Ezzel azt bizonyították, hogy *a magasabb társasági adókulcsok eladósodásra ösztönzik a vállalatokat* az adómegetakarítás kihasználása érdekében. Eredményeik főként a tőzsdei cégek esetén voltak szignifikánsak.

2.7.1.5. Vállalkormányzás

A vállalkormányzás esetén is a történelem során két jól elkülönült rendszer alakult ki, a shareholder rendszer és a blockholder rendszer. A két rendszer az erőviszonyok eltérő megoszlásán keresztül hat a tőkeszerkezetre.

A *shareholder rendszerű* országok jellemzője, hogy a tulajdonosi szerkezet elaprózott, ezért a részvényesek érdekeik védelmére igazgatóságot hoznak létre a menedzsment tevékenységének kontrollálására. Ezeknél a rendszereknél érvényesül a megbízó-ügynök probléma, amely olyan tőkeszerkezeti döntések meghozatalára ösztönöz, amelyek révén az érdekellentétek csökkenthetőek (Jensen & Meckling, 1976). Az ügynökköltség csökkentésének lehetséges módja a tőkeáttétel növelése, ezzel csökkentve a menedzserek mozgásterét (Harris & Raviv, 1990).

A *blockholder rendszer* a kontinentális Európában jellemző. Itt a nagybefektetők (bankok, állam és egyéb szervek) túlsúlya a jellemző, és az ellenőrző szerep a közgyűlés által választott felügyelő bizottságoké. A felügyelő bizottság a részvényesek érdekeit képviseli és folyamatosan ellenőrzi a menedzsment tevékenységét. Hatáskörük nem minden országban ilyen széles. Franciaországban például nem is kötelező. A nagy koncentráció további oka, hogy a bankok szerepe sokkal jelentősebb a külső finanszírozásban, mint a tőkepiacoké. A vezető bankok képviselői gyakran foglalnak helyet a felügyelő bizottságban, így közvetlen felügyeletet gyakorolnak a vállalatvezetés felett. Mindemellett a német univerzális bankrendszer nem zárja ki, hogy a bankok részesedéssel bírjanak a vállalatokban (Krénsz, 2007).

A vállalatkormányzás tekintetében a kkv-k jelentősen különböznek a tőzsdei vállalatoktól. A *kkv-k tulajdonosi szerkezete sokkal koncentráltabb*, és általában a tulajdonos és a menedzser személye megegyezik, ami csökkenti az érdekellentéteket a menedzser és a tulajdonos között. A kisebb ügynöki probléma csökkenti a külső források arányát, ezért a kkv-k általában kisebb tőkeáttétellel működnek. A tulajdonosi koncentráció negatív viszonya bizonyított a tőkeáttétellel a kkv-szektor esetén (Bartholdy & Mateus, 2008).

Jensen & Uhl (2008) a többségi részvényesek jogait és a befektetők érdekeinek védelmét, mint vállalatkezelési mutatókat vizsgálva a következő eredményeket kapta: az első tekintetben szignifikáns negatív, a második esetében pedig szignifikáns pozitív kapcsolat tapasztalható minden lejáratra. Európai kkv-kat vizsgáltak, tehát blockholder típusú vállalatkezelési rendszereket. Eredményeik megegyeznek a várakozásokkal. Minél nagyobb a részvényesek érdekérvényesítő képessége, annál kisebb az idegen tőke aránya. Minél erősebb a befektetői jogok védelme, annál inkább hajlandóak a hitelezők hitelek nyújtására.

2.7.1.6. Input és output piaci jellemzők

Az input és output piac jellemzőinek hatását vizsgáló elméletek viszonylag új keletűek. Empirikus kutatások alátámasztották, hogy az *oligopolista* vállalatok magasabb tőkeáttétellel működnek, mint *monopolista* vagy *versenyipiaci* társaik. Valamint a jó tárgyalási pozícióban lévő cégeknél is megfigyelhető a magasabb tőkeáttétel (Krénsz, 2007).

Azok a vállalatok, amelyek alapanyagaik beszerzése során egyetlen szállítóra koncentrálnak, kedvezőtlen piaci pozícióba kerülhetnek, főként, ha nem áll rendelkezésre másik rentábilis beszerzési lehetőség. Kedvezőtlen pozíciójuk révén magasabb hitelarány jellemezheti őket. Az input piaci koncentráció kockázatai pedig a hitelek árában is tükröződnek.

Az output piacon *monopolista vállalatok* termékei nehezen helyettesíthetőek. Az egyedi termékek esetén a csőd jelentősen megdrágítja a költségeket, mert gyártóeszközeik és készleteik is nehezen beárazhatóak és nehezen találnak maguknak alternatív tevékenységet (Titman & Wessels, 1988). A monopolisták erőfölényüket kihasználva kevésbé eladósodottak, mert kihasználhatják a szállítói finanszírozás előnyeit. A koncentrációból adódó kockázat ebben az esetben is megdrágítja a hiteleket.

Az input és output piaci jellemzők a vállalat pozíciójától függetlenül is befolyásolják a tőkeáttételt. Az adott országban jellemző *fizetési határidők* főként a nemzetközi kereskedelemben hozhatják kellemetlen helyzetbe azokat a vállalatokat, amelyek országában nagyobb fizetési fegyelem uralkodik. Valamint a *csordaszellem jelenség* – a versenytárs szokásainak másolása – a fizetési határidők tekintetében főként jellemző, hiszen a versenytársakénál rövidebb határidőt nem adhatnak meg, mert az eladhatatlan készletek felhalmozódásához és végső soron a tevékenység beszüntetéséhez vezetne. Hosszabb fizetési határidő biztosítása pedig csak felár felszámítása ellenében térülne meg, ami pedig drágítja a tranzakciókat.

2.7.2. Endogén tényezők hatása a tőkeszerkezetre

A tőkeszerkezettel foglalkozó kutatók számos endogén tényezőt tártak fel, és különböző mutatószámokkal igazolták azok létjogosultságát vagy éppen semlegességét. Az egyes tőkeszerkezet-elméletek ezen tényezők hatását sokszor egymással ellentétes módon magyarázzák és eltérően hathatnak különböző méretű és tevékenységű vállalkozásokra, valamint a kötelezettségek különböző típusaira is. A továbbiakban a hazai és nemzetközi szakirodalomra támaszkodva a vállalkozások azon jellemzőit veszem számba, amelyek hatással lehetnek az eladósodottságukra. Bemutatom lehetséges hatásaikat, és a mérésekre eddig alkalmazott, valamint az általam javasolt alternatív mutatószámokat.

2.7.2.1. A vállalat mérete

A nagyobb vállalatok méretük és diverzifikáltabb tevékenységük révén kisebb kockázatot jelentenek a hitelezés során, ezért könnyebben jutnak mind rövid, mind hosszú lejáratú idegen tőkéhez. A kisebb kockázat egyben

olcsóbb finanszírozási forrást is jelent számukra, ami kisebb fajlagos tranzakciós költséggel társul. A csőd bekövetkezésének valószínűsége és a csőd költségek is arányaiban sokkal kisebbek egy nagyobb vállalat esetén, mint a kisebbeknél (Warner, 1977).

A nagyvállalatokat az *adómegetakarítás* kihasználásának különböző formái is a nagyobb eladósodottságra ösztönzik. Ezek alapján a vállalat mérete és a tőkeáttétel között pozitív kapcsolat feltételezhető.

Az információs aszimmetrián alapuló *hierarchia elmélet* éppen ennek ellenkezőjét bizonygatja. A nagyvállalatok előnyben részesítik a belső finanszírozást a külsővel szemben, ezért a méretük növekedésével a hitelek arányának csökkenése prognosztizálható.

A kisebb vállalatok inkább rövid lejáratú kötelezettségekből finanszírozzák magukat, a nagyobbak viszont a hosszabb lejáratúakat részesítik előnyben. Ez alapján a rövid lejáratú hitelekkel negatív, míg a hosszabb lejáratúakkal pozitív kapcsolat tételhető fel.

A vállalat mérete, mint a tőkeszerkezet egy lehetséges meghatározó tényezője minden vizsgálat szerves részét képezi, de *nincs egységesen alkalmazott mutatószám* ennek mérésére. A leggyakrabban az árbevétel, a foglalkoztatotti létszám, vagy az összes eszköz értékével jellemzik a vállalkozás méretét. Valamint sok esetben ezekből a mutatókból származtatott mutatókkal, például az eszközök természetes alapú logaritmusával. Valamennyi mutatószám mellett felsorakoztathatóak érvek és ellenérvek egyaránt, hiszen az egyes tevékenységek jellegéből adódóan eltérő rangsort kaphatunk, ha csak az árbevételt vagy csak a foglalkoztatottak számát vizsgáljuk.

Az empirikus vizsgálatok a nagyvállalatok esetén többségében pozitív kapcsolatot találtak a vállalatméret és az összes kötelezettség vagy a hosszú lejáratú kötelezettségek között. Azonban a rövid lejáratú

kötelezettségek tekintetében az eredmények már sokkal nagyobb változatosságot mutatnak. A kkv-mintán végzett vizsgálatok szinte kivétel nélkül a vállalatméret és hosszú lejáratú kötelezettség közötti pozitív irányú kapcsolatot bizonyítják, míg a rövid lejáratú kötelezettségek esetén a szignifikáns negatív kapcsolat is több esetben bizonyított. A vállalatméret és a tőkeszerkezet közti kapcsolatot vizsgáló tanulmányok eredményeit foglalja össze az *1. számú melléklet*.

2.7.2.2. Kor

A vállalat kora *a hitelképesség mutatójaként* fogható fel, hiszen minél nagyobb múlttal rendelkezik, annál szorosabb kapcsolatot épített ki hitelezőivel és annál erősebb bizalom jött létre közöttük. A nagyobb hitelezői múlt kisebb tranzakciós költségekkel párosul, ezért a *választásos elmélet* értelmében a kor és az eladósodottság között pozitív kapcsolat tételezhető fel. A kkv-k esetén a pozitív kapcsolat feltételezését az is alátámasztja, hogy egy induló vállalkozás kezdetben csupán saját vagy családja megtakarításaira támaszkodik, és csak később válik képessé tőkepiaci és egyéb külső források igénybevételére is (Berger & Udell, 1998).

Ha azonban a *hierarchia elméletből* kiindulva vizsgáljuk a kor kérdését, éppen ezzel ellenkezőleg, negatív kapcsolatot feltételezhetünk. A régebb óta működő cégeknek lehetősége van a visszatartott profitra támaszkodni, ezzel a hitelek jelentőségét csökkenteni. Valamint egyre kevésbé érdekeltek abban, hogy működésük részleteit és üzleti titkaikat közkinccsé tegyék.

Egy 35 európai ország vállalkozásait tartalmazó adatbázison végzett vizsgálat a kor és az eladósodottság között U-alakú kapcsolatot tárt fel, azaz a kapcsolat kezdetben negatív, de később (több mint 100 év felett) átvált pozitív irányúba (Pfaffermayr, Stöckl, & Winner, 2008).

A kor az alapítás óta eltelt évek számával vagy annak logaritmusával mérhető. A nagyvállalati és kkv-mintán végzett vizsgálatok is egyértelműen azt támasztják alá, hogy a kor és az eladósodottság között negatív kapcsolat áll fenn. Tehát a hierarchia elmélet megállapításainak szerepe dominál. A 2. számú mellékletben összefoglalt eredmények alapján megállapítható, hogy a korról való kapcsolat az összes kötelezettség és a hosszú lejáratú kötelezettségek esetén szinte kivétel nélkül szignifikáns, viszont a rövid lejáratú kötelezettségek esetén több esetben jutottak nem szignifikáns eredményre.

2.7.2.3. Eszközök összetétele és eszköz(tőke)igényesség

Az eszközök összetételének vizsgálata alatt a vállalkozás eszközeinek *fedezetképességét* értjük. Minél nagyobb a fix eszközök aránya, a vállalatok annál inkább hitelképesek, annál kisebb kockázatot jelentenek a hitelezők számára.

Az ügynökköltségek és az információs aszimmetria növekedésével a hitelezők egyre nagyobb fedezetet várnak el. Valamint a több fix eszközzel rendelkező vállalkozás pénzügyi nehézségeinek költsége is kisebbnek prognosztizálható. Így a lekötött eszközök aránya és a tőkeszerkezet között pozitív kapcsolat feltételezhető.

A kkv-k esetén a tárgyi eszközeik állománya, mint a fedezet lehetséges forrása, kiemelkedő jelentőséggel bír, elsősorban a hosszú lejáratú hitelállomány tekintetében.

Az eszközök összetételének jellemző mérőszáma a befektetett eszközök vagy a tárgyi eszközök aránya az összes eszközhöz viszonyítva, de egyes szerzők ezt a beruházások (Sogorb-Mira & López-Gracia, 2003) vagy a készletek (Viviani, 2008) figyelembevételével bővítik. Balla (2006a)

tanulmányában a készlet arányának vizsgálatára tesz javaslatot, mivel azok könnyen értékesíthetőek.

A 3. számú melléklet alapján megállapíthatjuk, hogy míg a nagyvállalatok esetén szignifikáns negatív kapcsolat áll fenn, addig a kkv-k esetén inkább a pozitív kapcsolat dominál az összes kötelezettség tekintetében. A hosszú lejáratú kötelezettségek esetén vállalatmérettől függetlenül pozitív, míg a rövid lejáratú kötelezettségeknél legtöbb esetben a negatív kapcsolat bizonyított. Tehát a nagyobb fedezetképeség inkább a tartós kötelezettségek nagyobb arányával van szignifikáns kapcsolatban, mintsem a rövidtávú külső forrásokkal. Ezzel magyarázható az összes eladósodottság eredményei közti eltérés a vállalatméret tekintetében. A kisebb vállalatok esetén sokkal nagyobb szerepe van az eszközök fedezetfunkciójának, mivel a tartós források közül a tulajdonosi tőke mellett ők csak hosszú lejáratú hitelből finanszírozhatják magukat, míg a nagyobbak visszaforgatott nyereségből és részvénytőkétől is.

Az *eszközigenyesség* vagy *tőkeigenyesség* az árbevétel (Balla, 2006b) vagy valamilyen eredménykategória [pl. EBIT (Krénusz, 2007)] összes eszközhöz viszonyított arányával mérhető. Ezek a mutatók a hatékonyságot, az eszközök kihasználtságát mutatják. Az *tőkeigenyesség* ágazatok szerint jelentős eltérést mutat, ezért *ágazati változónak* is tekinthető. Minél nagyobb a mutató értéke, annál *tőkeigenyesebb* az adott tevékenység, ezért pozitív kapcsolatot feltételezhetünk a külső forrásokkal (Krénusz, 2007).

A 3. számú melléklet alapján megállapíthatjuk, hogy az összes kötelezettség tekintetében pozitív, a hosszú lejáratúak esetén negatív, míg a rövid lejáratú kötelezettségekkel szintén szignifikáns pozitív kapcsolat bizonyított. Vagyis a *tőkeigenyesség* a rövid lejáratú kötelezettségekben mutatkozik meg, azaz a nagyobb *tőkeigenyű* tevékenységet folytató vállalatok tartós forrásaikat inkább saját tőke formájában szerzik meg.

2.7.2.4. A vállalat növekedése

A vállalat növekedéséhez *pótlólagos forrásbevonásra* van szüksége, azonban nem mindegy, hogy ezt részvénykibocsátással vagy az idegen tőke valamelyik formájának igénybevételével éri el. A kötvényesek és a részvényesek közötti konfliktus forrása lehet a tartós forrás bevonása, ami feloldható átváltható kötvények kibocsátásával, de megoldás lehet a rövid lejáratú hitelek igénybevétele is.

A gyorsan növekvő vállalatok esetén az ügynökköltségek és a pénzügyi nehézségek költségei is magasabbak lehetnek, ezért az adósság növelése a csőd kockázatát is jelentősen fokozná. Ezért az ilyen vállalatok nem növelik jelentősen tartós kötelezettségeik állományát (Myers, 1977).

A hierarchia elmélet szerint a gyorsan növekvő vállalatok – miután kihasználták a belső finanszírozás adta lehetőségeiket – kénytelenek külső forrásokat is igénybe venni. Ezért a tartós eladósodottság tekintetében negatív, a rövid lejáratú hitelek tekintetében pedig pozitív kapcsolatot feltételezhetünk a vállalat növekedési ütemével.

A kkv-k esetén a vállalat növekedése csak idegen tőke bevonásával finanszírozható, ezért tőkeáttételük növekedése várható, nemcsak a rövid lejáratú, hanem a hosszú lejáratú források tekintetében is.

A vállalat növekedését az árbevétel, az adózott eredmény vagy az eszközök növekedési ütemével jellemezhetjük. A szakirodalomban ezekkel a mutatószámokkal néhány esetben a növekedési lehetőségeket kívánják szemléltetni [pl. (Balla & Mundaca, 2011)], ezért fordul elő, hogy a *4. számú mellékletben* összefoglalt vizsgálatokban a szerzők növekedési lehetőségként megjelölt változóját mégis ebben a kategóriába soroltam.

A *4. számú melléklet* alapján megállapítható, hogy az összes adósság, de főként a hosszú lejáratú kötelezettségek tekintetében a kkv-kat is tartalmazó mintán végzett vizsgálatok esetén tártak fel pozitív kapcsolatot. A

rövid lejáratú kötelezettségek esetén nagyvállalati és vegyes minta esetén pozitív és negatív eredményt is feltártak, míg tisztán kkv-k körében végzett vizsgálatok többnyire szignifikáns pozitív kapcsolatot adtak eredményül.

2.7.2.5. Növekedési lehetőségek és befektetési hajlandóság

A vállalat növekedésével szemben – ami azonnali forrástöbbletet igényel – a növekedési lehetőségek a *jövőben okozhatnak forráshiányt*. Ezért a nagy növekedési potenciál arra sarkallja a menedzsereket, hogy a jelenben ne merítsék ki a forrásszerzési alternatíváikat, azokat a későbbi beruházások finanszírozására tartogassák. Ezért negatív kapcsolatot feltételezhetünk az eladósodottság és a növekedési lehetőségek között.

Ezzel szemben, ha a vállalatok már felélték belső tartalékaikat, kénytelen a külső források bevonására támaszkodni, és főként a kkv-k esetén a hosszú lejáratú kötelezettségek növelése révén finanszírozni beruházásaikat. Ennek értelmében a pozitív kapcsolat feltételezése indokolható az eladósodottság és a növekedési lehetőségek között.

A növekedési lehetőségek jellemzésére több mutatószám is elterjedt. Tőzsdei cégek vizsgálatára alkalmazhatjuk a piaci érték/könyv szerinti érték mutatót, amely alapján de Jong, Kabir & Nguyen (2008) szignifikáns negatív kapcsolatot bizonyított a hosszú lejáratú kötelezettségek tekintetében. Rajan & Zingales (1995) pedig – habár a befektetési lehetőségek mutatójaként aposztrofálta – az összes kötelezettséggel bizonyított e mutató alapján szignifikáns negatív kapcsolatot.

Egy másik gyakran használt mutató az immateriális javak aránya az összes eszközhöz viszonyítva. Az 5. számú melléklet alapján elmondható, hogy a kkv-k esetén a legtöbb esetben szignifikáns pozitív kapcsolat jellemző a hosszú lejáratú kötelezettségekkel.

Alternatív mutatószámként említhetjük a Lucey és Mac an Bhaird [pl. (2006) és (2010)] szerzőpáros által végzett vizsgálatok során alkalmazott forgalom/(K+F) kiadások hányadost vagy Krénusz (2005a) által vizsgált befektetések növekedési ütemét, mint a befektetési hajlandóság mérőszámát. Vizsgálataik során nem jutottak szignifikáns eredményekre.

Bell & Vos (2009) az árbevételhez viszonyított beruházások értékét, mint a *befektetési hajlandóság* mutatószámát vizsgálva, szignifikáns pozitív kapcsolatot találtak a hosszú lejáratú kötelezettségek arányával. Kizárólag kkv-k adatait tartalmazó adatbázis alapján dolgoztak (BEEPS adatbázis), amely európai országok mellett koreai és vietnámi vállalkozások adatait is magába foglalta.

2.7.2.6. Lejáratil illeszkedés

A *lejáratil illeszkedés elve* szerint a tartós eszközöket (befektetett eszközök és tartós forgóeszközök) tartós forrásokkal (saját tőke és hosszú lejáratú hitelek), míg az átmeneti eszközöket átmeneti forrásokkal kell finanszírozni. Amennyiben ez az elv érvényesül, szolid stratégiáról beszélünk. Konzervatív stratégia esetében a vállalkozás az átmeneti forgóeszközeinek egy részét is tartós forrásból finanszírozza, míg agresszív stratégia esetén a tartós eszközeinek egy részét is rövid lejáratú forrásból finanszírozza.

Szemán (2008) EcoStat adatbázisra támaszkodva vizsgálta, hogy a 1992-2003 közötti időszakban a magyar vállalatok mennyire tartották be a lejáratil illeszkedés elvét. Mutatószámként a befektetett eszköz/(saját tőke+hosszú lejáratú kötelezettségek) hányadost választotta. Habár a tartós forgóeszközök hatását nem tudta mérni, mégis az egyes szektorokat vizsgálva arra a következtetésre jutott, hogy a vállalatok nem agresszív stratégiát folytattak. Ennek okaként a rövid lejáratú hitelek magas kamatlábát jelölte meg. Vagyis olcsóbb finanszírozást jelentett a szolid vagy a

konzervatív stratégia alkalmazása, amellet, hogy nagyobb likviditást is biztosított.

A lejáratil illeszkedés tehát pozitív kapcsolatban állna a rövid lejáratú kötelezettségek arányával és negatív kapcsolatban a hosszú lejáratú kötelezettségekkel.

2.7.2.7. Jövedelmezőség és eredményesség

A tőkeszerkezet hagyományos elmélete szerint a vállalat értéke eladósodás révén növelhető a fizetett kamatoknak köszönhető és a jövedelmezőség révén kihasználható adómegetakarítás miatt. A választásos elmélet kimondja, hogy az eladósodottságnak azonban van egy optimuma, amely felett a vállalat értéke már csökken. A hagyományos elmélet tehát pozitív kapcsolatot feltételez a tőkeáttétellel. Az ügynökelmélet is nagyobb jövedelmezőség esetén a nagyobb tőkeáttétel hipotézisét támasztja alá a menedzsment megfegyverzésének eszközeként (Jensen & Meckling, 1976).

A hierarchia elmélet ezzel szemben a jövedelmezőség kapcsán negatív kapcsolatot feltételez, hiszen a nagyobb jövedelmezőséggel rendelkező vállalkozásoknak több belső forrás áll rendelkezésére, így nincs szükségük külső finanszírozási forrás igénybevételéhez.

A választásos elmélet és az ügynökelmélet a kkv-k esetén nem érvényesül. A hierarchia elmélet azonban érvényesülhet ebben a szektorban, ami a negatív kapcsolat feltételezését teszi indokolttá a jövedelmezőség és az eladósodottság között. Ha azonban azt feltételezzük, hogy a nagyobb jövedelmezőség jobb hitelképességet jelent, akkor a kkv-k esetén akár a pozitív kapcsolat is indokolható lenne.

A *jövedelmezőség mérésére* leggyakrabban használt mutatók egy eredménykategóriát (pl. adózás előtti eredmény, adózott eredmény, EBIT) viszonyítanak az összes eszközhöz vagy a saját tőkéhez. Sogorb-Mira &

López-Gracia (2003) az (EBIT+amortizáció) és a fix eszközök arányát vizsgálta. Mateev, Poutziouris & Ivanov (2013) a cash flow/összes eszköz hányadossal jellemezte a jövedelmezőséget.

Krénsz (2005a) a jövedelmezőség vizsgálat mellett az eredményesség mutatójaként az EBIT és az EBITDA értékét is figyelembe vette vizsgálataiban. Eredményül szignifikáns pozitív korrelációt kapott a jövedelmezőség és az eladósodottság között.

A 6. számú melléklet foglalja össze a fontosabb szakirodalmak eredményeit a jövedelmezőség és a tőkeáttétel kapcsolatáról. Szinte kivétel nélkül minden vállalatméret és minden lejárat esetén a tőkeáttétel és a jövedelmezőség között szignifikáns negatív kapcsolatot bizonyítottak, ami a hierarchia elmélet érvényességét magyarázza.

2.7.2.8. Likviditás és a nemfizetés kockázata, jelzésérték

A hierarchia elmélet alapján megállapítható, hogy a nagyobb likviditású cégeknek lehetőségük nyílik magukat *belső forrásból finanszírozni*, ezért kevésbé szorulnak hitelfelvételre. Ennek értelmében a tőkeáttétel és a likviditás között negatív kapcsolat feltételezhető.

Másrésről viszont a magasabb likviditás a hitelek nemfizetési kockázatát csökkenti, ezért ezek a vállalkozások könnyebben tarthatnak fenn nagyobb hitelarányt. A kkv-k esetén a magas likviditási ráta – amennyiben a *hitelképesség mutatójaként* értelmezzünk – a hitelfelvétel elengedhetetlen feltétele. Ezért elsősorban a hosszú lejáratú hitelek esetén a pozitív kapcsolat is feltételezhető.

A likviditás vizsgálatához többnyire a forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek hányadosát használjuk, de a számláló tetszés szerint szűkíthető, egészen a pénzeszközökig. A 7. számú melléklet adataiból kiolvasható, hogy a nagyvállalatok esetén minden lejáratra szignifikáns

negatív kapcsolat érvényesül a likviditás és a tőkeáttétel között. A kkv-szektorban azonban ezzel szemben a hosszú lejáratú kötelezettségek esetén több esetben bizonyított a szignifikáns pozitív kapcsolat is, ezzel alátámasztva a hitelképesség bizonyítékának feltevését.

Hall, Hutchinson & Michaelas (2006) a likviditás kapcsán a nettó eladósodottság értékét vizsgálta, amely a következőképpen számítandó: $(\text{adósság} - \text{hitelek}) / \text{összes eszköz}$. A mutatószám a kereskedelmi hitelek túlsúlyának jelentőségét mutatja a banki hitelekkel szemben. Ezért a magas nettó eladósodottság a nagyobb kölcsönigényt jelzi, és az eladósodottság nagyobb szintjét feltételezi, főként a rövid lejáratú források esetén. Vizsgálataikat kkv-mintán végezték, és arra jutottak, hogy a nettó eladósodottság szignifikáns pozitív kapcsolatban áll mind a hosszú, mind pedig a rövid lejáratú kötelezettségekkel.

Balla (2006a) *jelzésértékként* (osztalék/üzemi tevékenység eredménye), Abor (2008) egyszerűen *likviditásként* (fizetendő osztalék/működési jövedelem), Sogorb-Mira & López-Gracia (2003) pedig a *nemfizetés kockázataként* (kamatfizetési kötelezettség/EBIT) aposztrofálta azt a mutatószámot, amellyel a kifizetett kamatok, illetve az osztalékok arányát kívánták kifejezni az eredményhez viszonyítva.

Minél kisebb a fizetett kamat aránya az EBIT-hez viszonyítva, a vállalatok annál nagyobb biztonsággal képesek eleget tenni kamatfizetési kötelezettségeiknek, ezért további hitelek felvételére lehet még lehetőségük. Ezért a mutató alacsony értéke az adósság növelésére ösztönöz, így negatív kapcsolat áll fenn a két változó között, amelyet a hosszú lejáratú kötelezettségek tekintetében bizonyítottak is.

Az osztalékfizetés ténye már önmagában is jelzésértékkel bír a részvényesek felé. A minél nagyobb arányú osztalék pedig a megfelelő működést és az eredményességet tükrözheti. Ezért a magas osztalékfizetés

alacsony eladósodottságról árulkodhat, tehát negatív kapcsolat feltételezhető a magas osztalék és a tőkeáttétel között. A 7. számú mellékletben ismertetett eredmények is többnyire ezt a negatív kapcsolatot támasztják alá, de pozitív kapcsolatot is bizonyítottak.

2.7.2.9. Üzleti kockázat

A választásos elmélet szerint a kockázatosabb tevékenységet folytató vállalkozások pénzügyi nehézségeinek költsége is magasabb, ezért az optimális tőkeszerkezet számukra kisebb eladósodottságot jelent. A nagyobb kockázat miatt a hitelezők nagyobb kockázati felárat is várnak is el, ezért a hitelfelvétel számukra jóval drágább megoldás, mint a kevésbé kockázatos cégek számára. Ezért a kockázat és a tőkeáttétel között negatív kapcsolatot feltételezhetünk, elsősorban a hosszú lejáratú kötelezettségek tekintetében. A kkv-k esetén a bevétel nagy volatilitása nemcsak hogy megnöveli a költségeket, de egyenesen lehetetlenné is teheti a hitelfelvételt. Ezért a negatív kapcsolat náluk is indokoltnak látszik.

A bevétel ingadozása a rövid lejáratú kötelezettségek esetén azonban éppen ellenkezőleg hat, hiszen a vállalatoknak nagyobb rövid lejáratú hitelállománnyal kell rendelkezniük likviditásuk fenntartása érdekében, ezért itt pozitív kapcsolatot feltételezhetünk.

Bradley, Jarell & Kim (1984) által 851 amerikai vállalaton végzett vizsgálat azt bizonyította, hogy a kockázat és a tőkeáttétel között negatív kapcsolat van, ha magasak a csőd-költségek, viszont alacsony költségek esetén inkább U-alakú kapcsolat figyelhető meg.

A kockázat mérésére leggyakrabban használt mutatószámok a ROA, az EBIT vagy a profit szórása, illetve az azokból származtatott értékek [pl. $\ln(\text{EBIT})$ (Yazdanfar, 2008), EBIT szórása/összes eszköz (Song, 2005)].

Korábbi tanulmányok eredményeit foglalja össze a 8. számú *melléklet*, amely alapján megállapíthatjuk, hogy másként hat a kockázat a nagyvállalatokra, mint a kkv-ra. A nagyvállalatoknál az adósság minden típusánál bizonyított a szignifikáns pozitív kapcsolat. A kkv-k esetén az összes adósság és a hosszú lejáratú kötelezettségek tekintetében negatív a kapcsolat, vagyis a kockázat a hitelfelvétel gátja. A rövid lejáratú kötelezettségek esetén viszont a pozitív kapcsolat bizonyított, vagyis a nagyobb kockázat nagyobb likviditási hitelállományt tesz indokolttá, illetve ilyen módon pótolják a hosszú lejáratú források hiányát.

2.7.2.10. Adóterhelés és nem adósságjellegű adómegetakarítás

Adóterhelés alatt azért értjük, hogy a vállalkozás adózás előtti eredményének mekkora hányadát fizeti be társasági adó formájában a költségvetés felé. Mivel a hitelek kamata az osztalékkal szemben az adózás előtti eredményt csökkenti, a vállalat adómegetakarítást érhet el eladósodása révén (Modigliani & Miller, 1963). Ezért a magasabb adóteher magasabb eladósodottságra ösztönzi a vállalatokat, tehát pozitív kapcsolatot feltételezhetünk.

Modigliani és Miller feltevése, habár a nagyvállalatok esetén még csak-csak megállná a helyét, a kisebb vállalkozásokra nem érvényes. A fizetendő adó csökkentése számukra is központi kérdés, de nem az adósság révén, hanem egyéb, *nem adósságjellegű adómegetakarítási eszközöket* és módszereket vesznek igénybe. Ilyen az amortizáció vagy az igénybe vehető adókedvezmények minél hatékonyabb kihasználása. Habár a társasági adó törvény az értékcsökkenés elszámolása során csak a lineáris leírást fogadja el, eszközbeszerzéssel az elszámolható amortizáció növelhető. Ezért nem prognosztizálható az adóteher és a tőkeáttétel közötti pozitív kapcsolat kkv-k esetén. A nem adósságjellegű adómegetakarítási eszközök magas aránya

éppen a tőkeáttétel alacsony értékével jár együtt, hiszen a megtakarított adó a belső források körét bővíti.

Az *adóteher* vagy *átlagos adókulcs* mutató a társasági adó és az adózás előtti eredmény hányadosaként számítható. Sogorb (2002) tanulmányában az átlagos adókulcsot az adó és az adózás előtti eredmény amortizációval növelt értékének hányadosával méri, míg Abor (2008) nevezőként a működési jövedelmet (EBIT) veszi figyelembe.

A nem adósságjellegű adómegtakarítási eszközök vizsgálata során az amortizáció összes eszközhöz viszonyított nagyságát szokás alapul venni. Véleményem szerint ezen felül az igénybe vett adókedvezményeket is érdemes figyelembe venni. Ezek mérésére az igénybevett adókedvezmények fizetett adóhoz viszonyított nagyságát javasolom vizsgálni, azonban 0 adó esetén értelmetlen értéket kapnánk. Ezért helyette az adókedvezmények adózás előtti eredményhez viszonyított nagysága tűnik logikus választásnak. Amennyiben magas az igénybevett adókedvezmények aránya, a vállalkozás adómegtakarítást ér el, amellyel belső forrásait bővítve kevésbé fordul a külső finanszírozási formák felé. Tehát az amortizációhoz hasonlóan negatív kapcsolatot feltételezhetünk ebben az esetben is.

A *9. számú melléklet* alapján megállapítható, hogy a korábbi tanulmányok a legtöbb esetben nem tudták bizonyítani az adóteher és a tőkeáttétel közötti kapcsolatot. A szignifikáns negatív kapcsolatot több esetben bizonyították minden vállalatméret esetén, mint a Modigliani–Miller szerzőpáros által feltételezett pozitív kapcsolat.

Az amortizáció szerepének vizsgálatakor legtöbb esetben a feltételezett negatív kapcsolatot kapták eredményül, de nem volt példa nélküli a szignifikáns pozitív eredmény sem.

2.7.2.11. Termékegyediség és működési tőkeáttétel

Az egyedi termékeket gyártó vállalatok termékei nehezen helyettesíthetők, ezért monopolhelyzetben lehetnek az outputpiacon. Azonban ez a jellemvonás csőd esetén jelentősen megdrágítja a költségeket, mert gyártóeszközeik és készleteik is nehezen beárazhatóak, és nehezen találnak maguknak alternatív tevékenységet (Titman & Wessels, 1988). Ezért ezek a cégek drágábban jutnának hitelhez, pénzügyi nehézségeik is előbb jelentkeznének és esetleges monopolhelyzetük is azt sugallja, hogy kevésbé eladósodottak. Tehát negatív kapcsolatot feltételezhetünk a termékegyediség és a tőkeáttétel között.

Az egyedi termékeket gyártó vállalatokról feltételezhetjük, hogy szűkösebb inputpiacuk és a magasabb K+F és marketing célú ráfordításaik következtében közvetlen költségeik aránya jóval magasabb, mint a többi vállalkozásnak. Titman & Wessel (1988) az alábbi mutatószámokat javasolta a termékegyediség számszerűsítésére: $(K+F \text{ kiadások})/\text{árbevétel}$, $(\text{közvetlen költségek})/\text{árbevétel}$ és a fluktuációs ráta. Vizsgálataik során a negatív kapcsolatot bizonyították a termékegyediség és a tőkeáttétel között.

Balla (2006b) a közvetlen költségek és az árbevétel hányadosát vizsgálva a magyar feldolgozóipari vállalatok tekintetében szignifikáns negatív kapcsolatot állapított meg az összes és a rövid lejáratú kötelezettség tekintetében. Azonban szignifikáns pozitív eredményre jutott a hosszú lejáratú hitelek terén.

Song (2005) 6000 svéd vállalkozás adatai alapján a K+F kiadások árbevételhez viszonyított arányát vizsgálva a rövid lejáratú hitelek esetén kapott szignifikáns negatív eredményt.

Krénusz (2007) szintén magyar feldolgozóipari vállalatokat vizsgálva a $(\text{fix költségek})/(\text{összes költség})$ arányát figyelembe véve szignifikáns negatív eredményt kapott az összes és a rövid lejáratú hitelek tekintetében.

Habár Krénusz nem a termékegyediséget, hanem *a vállalat rugalmasságát* kívánta ezzel a mutatóval szemléltetni (működési tőkeáttétel), de a két jellemvonás azonos következményekkel jár. Vagyis a rugalmatlan termékportfólió az egyedi termékek gyártásához hasonlóan jelentősen megnöveli a csőd költségeket, és leszűkíti az alternatív tevékenységek körét.

2.7.2.12. Tulajdonosi összetétel

A tulajdonosi összetétel kapcsán a külföldi tulajdon szerepét, az állami tulajdon szerepét, a többségi tulajdonos létét, illetve annak tulajdonarányát vizsgálták a tőkeáttétel tükrében.

Balla (2006b) a *külföldi tulajdon arányát* egy dummy változó (ahol az érték 1, ha a külföldi tulajdon aránya nagyobb mint 51% és 0, ha kisebb) formájában vizsgálva arra a következtetésre jutott, hogy szignifikáns pozitív kapcsolat mutatható ki a mutató és a teljes adósságállomány, valamint a hosszú lejáratú hitelek esetén. Magyar vállalati mintán végzett vizsgálatának eredményét azzal indokolta, hogy ezeknek a vállalatoknak jobbak a forrásszerzési lehetőségeik (külföldi banki hitelek, anyavállalati hitelek), jobb a hitelképességük a fokozottabb kockázatvállalási hajlandóságuk révén. Továbbá, hogy a magas külföldi tulajdon aránya önmagában információt hordozott a bankok számára a hitelképességet illetően, ahogy azt már korábban Csermely & Vincze (2000) is bizonyította.

Balla & Mundaca (2011) szintén magyar mintán végzett újabb vizsgálata a külföldi tulajdon mellett *az állami tulajdon* szerepét is próbálták feltárni – feltételezve, hogy az állami tulajdonú cégek könnyebben és olcsóbban kapnak hitelt az állam garanciája miatt –, azonban egyik mutató esetén sem jutottak szignifikáns eredményre.

Krénusz (2007) szintén az állami és a külföldi tulajdont is vizsgálta. A külföldi tulajdon tekintetében szignifikáns pozitív kapcsolatot talált mind

a hosszú lejáratú, mind az összes kötelezettség tekintetében. Az állami tulajdon esetén minden lejáratra szignifikáns negatív eredményt kapott.

Mac an Bhaird & Lucey (2010) ír kkv-k adatai alapján a *többségi tulajdonos* létének dummy változóját vizsgálva nem jutott szignifikáns eredményre. A tulajdonos magánvagyonával biztosított adósság arányát vizsgálva a rövid lejáratú kötelezettségek esetén szignifikáns pozitív kapcsolatot tárt fel. A jelzáloggal fedezett adósság fix eszközökhöz viszonyított aránya szignifikáns pozitív hatásúnak bizonyult mind a rövid lejáratú hitelek, mind a hosszú lejáratú hitelek tekintetében.

Abor (2008) *a vállalat működésének közvetlen érintettjeinek tulajdonosi arányát* vizsgálta. Ahol a többségi tulajdonos és a menedzser személye megegyezik, ott sokkal érzékenyebbek a csődkockázatra, hiszen személyes vagyonuk függ tőle (Friend & Hasbrouck, 1988). Ezért a közvetlen érintettek magas részesedése a részvényekből a tőkeáttétel alacsonyabb szintjét feltételezi, tehát negatív kapcsolatot. A rövid lejáratú kötelezettségeknél mind a tőzsdén jegyzett, mind a tőzsdén kívüli cégek esetén szignifikáns pozitív kapcsolatot talált, azonban a teljes mintát egyben vizsgálva szignifikáns negatív eredményre jutott. A hosszú lejáratú kötelezettségek esetén külön-külön mindkét csoport szignifikáns negatív eredményt hozott – ahogy az elméletben is megállapításra került –, viszont a teljes minta nem hozott szignifikáns eredményt.

2.7.2.13. Tevékenység jellege

A tevékenység jellege a tőkeszerkezet egyik legfontosabb meghatározó tényezője. Azonban az ágazati hovatartozást reprezentáló változó mindig szoros kapcsolatban van az eszközök összetételével és az üzleti kockázattal, ezért hatása nehezen azonosítható.

A kiskereskedelmi tevékenységet folytató vállalkozások követeléseik többségét egy nap alatt, készpénzes forgalom formájában képesek behajtani, ezért igénybe tudják venni a szállító finanszírozást. Ezzel szemben pl. egy autókereskedő készletét többnyire lízinggel finanszírozza, ezért jóval nagyobb a tőkeáttétele. A mezőgazdaságban pedig az éven belüli hitelek aránya magas a tevékenység jellegéből adódóan, hiszen ráfordításaikat csak a termékeik értékesítését követően tudják kifizetni.

Adott ágazatban tevékenykedő vállalatok tőkeszerkezete általában *nagy hasonlóságot mutat*. Az egyes ágazatok hajlamosak is megtartani relatív tőkeáttételi rangjukat az évek során is. Ez alapján megkülönböztethetünk alacsony, közepes és magas tőkeáttételű vállalatokat (Harris & Raviv, 1991). Alacsony tőkeáttételű vállalatok többek között a kozmetikai ipari, az elektronikai, az élelmiszeripari, a gépipari vállalatok vagy a könyvkiadás. Közepesen eladósodott vállalatok jellemzik a papírgyártást, az építőipart, a kőolaj-kitermelést és finomítást vagy a vegyipart. És magas tőkeáttétel jellemzi a kiskereskedelmi élelmiszer-áruházakat, a légi közlekedést, az áram- és gázszolgáltatókat, a telefonszolgáltatókat, a textilipart vagy a teherszállítást.

Krénusz (2005a) amerikai feldolgozóipari vállalatokat vizsgálva korrelációs számítás és faktoranalízis segítségével bizonyította, hogy az ágazati hovatartozásnak jelentős szerepe van.

Szemán (2008) a „*csordaszellem jelenség*” – vagyis, hogy a vállalatok figyelik versenytársaikat és tartózkodnak az átlagtól túlságosan

eltérő tőkeszerkezet kialakulásától – tesztelése során arra a következtetésre jutott, hogy ez sokkal erősebb az összes kötelezettség tekintetében, viszont a tőkepiacok fejlődése révén egyre inkább erősödik csak a hosszú lejáratú kötelezettségek esetén is.

Lucey & Mac an Bhaird (2006) írországi kkv-kat vizsgálva a feldolgozóipar, a szálláshely-szolgáltatás és egyéb szolgáltatások tekintetében talált szignifikáns pozitív kapcsolatot a hosszú lejáratú adósság tekintetében. Yazdanfar (2008) svéd kkv-mintán bizonyította a hosszú lejáratú kötelezettséggel való szignifikáns kapcsolatot.

2.7.2.14. Exportorientáció

Az exportőrök nagyobb likviditási kényszerrel szembesülnek, mint a többi vállalkozás, és ez a kényszer sok vállalkozást eltántorít az exportpiacoktól. Az exportpiacokon való részvétel nagyobb jövedelmezőséggel kecsegtet, viszont a pénzpiacok elérésének képessége korlátozott, és a piacra lépésnek is költségei vannak. Tehát *a pénzügyi fejletlenség* az exportpiaci részvétel legnagyobb akadálya.

A nemzetközi tapasztalatok azt mutatják, hogy az exportőrök sokkal *termelékenyebbek*, mint azok a vállalkozások, amelyek kizárólag a belső piacra termelnek. Nagyobb tőkeintenzivitás jellemzi őket, sokkal versenyképesebbek, gyorsabban alkalmazkodnak a változó környezethez és az új előírásokhoz, így kevésbé vannak kitéve a keresleti sokkoknak, és könnyebben férnek hozzá a pénzügyi közvetítőrendszerhez (Chaney, 2005).

A nemzetközi kereskedelembe való bekapcsolódás ugyan nagyobb kockázatokat rejt magában, de fejlettebb pénzügyi kultúrát és kapcsolatokat is feltételezhetünk egy exportáló cégtől. A devizaárfolyamok változása napról napra hatással lehet eredményességükre, de importbeszerzéseik és exportértékesítéseik összehangolása, valamint határidős ügyletek kötése

révén csökkenthetik kockázatukat. A nemzetközi kereskedelemben használatos fizetési módok és szokványok is a kockázatok csökkentése érdekében kerültek kialakításra.

Az *exportpiaci részvételnek* tehát jelzésértéke van a magas jövedelmezőségről. Ha pedig ezt a hitelképesség jelzőszámaként értelmezzük, akkor ezek a cégek olcsóbban és könnyebben is jutnak hitelhez, és finanszírozási alternatíváik köre is sokkal bőségebb. A választásos elmélet szerint pozitív kapcsolat tételezhető fel az exportpiaci részvétel és a tőkeáttétel között, a pénzpiacok könnyebb elérése miatt prognosztizálható alacsonyabb pénzügyi nehézségek költségei miatt. A pozitív kapcsolatot a nagyobb likviditási igény is alátámasztja.

Balla & Mundaca (2011) magyar feldolgozóipari vállalatokon végeztek vizsgálatot az exportpiaci részvétel kapcsán. Mutatószámként az export árbevétel összes eszközhöz viszonyított arányát választották és dummy változó formájában szerepeltették modelljükben, ami 1-es értéket vett fel, ha az érték meghaladta a 70%-ot és 0-t ha 70% alatt volt. A feltételezett pozitív kapcsolatot az exportpiaci részvétel és a tőkeáttétel között csak nagyvállalatok esetén sikerült bizonyítaniuk a rövid lejáratú kötelezettségekre. Abor (2008) a kkv-k hosszú lejáratú kötelezettségeinek tekintetében tárt fel szignifikáns pozitív kapcsolatot.

Az *exportorientáció* tehát fontos tényező lehet a finanszírozási döntések tekintetében. Azonban én az export árbevételnek nem az összes eszközhöz viszonyított arányát, hanem az összes árbevételhez viszonyított arányának vizsgálatát tartom indokoltnak, ezzel kiszűrve a különböző tevékenységek eltérő eszközigényének hatását.

2.7.2.15. Területi elhelyezkedés

A területi elhelyezkedés kategorikus vagy dummy változójának használata olyan elemzések esetén indokolt, ahol nincs lehetőség a makrotényezők teljes körének figyelembevételére. Ekkor a területspecifikus (ország, régió) jellemzők hatását tömöríthetjük egyetlen mérőszámba.

Ország dummy változót használt például Mateev, Poutziouris & Ivanov (2013) közép- és kelet-európai országokon végzett vizsgálatuk során. Abor (2008) ghánai vállalkozások területi különbségeit számszerűsített egy 1-5-ig jellemzett kategorikus változó segítségével.

Vizsgálataim során a *régiók közötti különbségeket* fogom majd ilyen módon szemléltetni. Magyarországon a régiók területi különbségei számottevőek, jelentős fejlettségbeli különbségek tapasztalhatóak. Habár az adórendszer, a jogrendszer vagy a tőkepiacok fejlettsége nem érinti eltérően a különböző régióban működő vállalkozásokat, de a fizetőképes kereslet nagysága nagy különbségeket mutat. Ezért tartom indokoltnak a regionális különbségek figyelembevételét.

2.7.2.16. Piaci pozíció

A piaci pozíció, mint a tőkeszerkezet meghatározó tényezőjének vizsgálatára eddig nem találtam példát sem a hazai, sem pedig a nemzetközi szakirodalomban. Piaci pozíció alatt azt értem, hogy *a vállalatok mennyire hatékonyan képesek behajtani kintlévőségeiket vagy mennyire tudnak a szállító finanszírozás lehetőségével élni.*

Egy vállalat piaci pozícióját a *vevők* (vevők átlagos állománya/átlagos egy napi árbevétel) és a *szállítók forgási idejének* (szállítók átlagos állománya/átlagos egy napi árbevétel) viszonyával jellemezhetjük. Ha a vevők forgási ideje nagyobb, mint a szállítók forgási ideje, akkor a cég

követeléseinek egy részét nem tudja szállítóival megfinanszírozni, ami pótlólagos finanszírozás igénybevételét teszi indokolttá. Ellenkező esetben a cég szállítói finanszírozzák a vevőknek nyújtott hiteleket, ami kevesebb rövid lejáratú hitel felvételét teszi szükségessé (Fazakas, Gáspár, & Soós, 2008).

A piaci pozíció mérésére használják még a *szállítók fedezettsége* mutatót is, ami a vevők és a szállítók hányadosaként értelmezhető. A mutató a pénzügyi pozíciót (egyensúlyt) és ezen keresztül a piaci erőhelyzetet is érzékelteti. Értéke optimális esetben 1 körül mozog. 1 alatti értéke a szállítói kötelezettségek nagyobb arányát jelenti, ami utalhat jó piaci pozícióra, de lejárt tartozások felhalmozására is. 1 feletti értéke a vevők állományának nagyobb arányát mutatja, ami jó fizetési fegyelemre, vagy gyenge piaci pozícióra, esetleg behajthatatlan követelésekre is utalhat.

Ha csak a forgási sebesség mutatók viszonyát nézzük, abból nem vonhatunk le következtetést a piaci pozíció erősségének mértékéről, csak erősségéről vagy gyengeségéről. A kettő közötti különbség eredményéül egy időbeli értéket kapunk, ami nehézkessé teheti az eredmények értelmezését. A két mutató hányadosa révén viszont a szállítók fedezettsége mutatóhoz jutunk. A szállítók fedezettsége azonban megint csak nem alkalmas a nagyságrendek szemléltetésére, csak a vevői és szállítói állomány egymáshoz viszonyított nagyságának mérésére.

A piaci pozíció szemléltetésére az említett mutatószámok hibáit kiküszöbölve egy *alternatív mutatószám* használatára teszek javaslatot.

Ezt a következő képlettel számítom:

$$(9) \frac{\text{szállítók} - \text{vevők}}{\text{nettó árbevétel}}$$

A mutató 0 értéket vesz fel, ha a vállalkozás pénzügyileg egyensúlyban van, azaz vevői és szállítói állománya megegyezik. Negatív értéket vesz fel, ha vevőköveteléseinek állománya meghaladja szállítói tartozásainak összértékét. Ez gyenge piaci pozícióra utalhat, ami pótlólagos finanszírozási források igénybevételére kényszerítheti a vállalkozást. Pozitív értéke a szállítói finanszírozás lehetőségének kihasználására utal. A nettó árbevételhez való viszonyítás pedig lehetővé teszi a piaci pozíció erősségének számszerűsítését is.

Az általam javasolt piaci pozíció mutatóról negatív kapcsolatot feltételezhetünk elsősorban a rövid lejáratú kötelezettségek esetén. A piaci pozíció szerepének vizsgálatát elsősorban azon ágazatok kis- és középvállalkozásai kapcsán tartom fontosnak, ahol jellemző, hogy az alvállalkozók csak nagy késedelmekkel kerülnek kifizetésre, ezért szállítóik kifizetésére (vagy esetlegesen saját létfenntartásuk költségeinek fedezésére) rövid lejáratú hitelek felvételére kényszerülnek (pl. építőipar).

2.7.2.17. Egyéb tényezők

A tőkeszerkezet meghatározó tényezőinek sora természetesen még nem tekinthető teljesnek az eddig bemutatott mutatókkal. A kutatók mindig újabb és újabb jellemzőkkel és azokhoz kapcsolt mérőszámokkal rukkolnak elő.

Abor (2008) a *menedzser képzettségének* dummy változóját vizsgálva arra a következtetésre jutott, hogy a magasabban kvalifikált vezetővel rendelkező kkv-k rövid lejáratú kötelezettségeinek aránya szignifikánsan alacsonyabb. A *tulajdonos nemét* vizsgálva azt bizonyította, hogy a férfi vezetővel rendelkező vállalkozások hosszú lejáratú kötelezettségeinek aránya szignifikánsan magasabb. A *vállalkozási forma* tekintetében pedig a korlátolt felelősségű társaságoknál tapasztalt szignifikánsan magasabb hosszú lejáratú eladósodottságot.

Bell & Vos (2009) többek között a *munkaerő átlagos képzettségét* és a *lejárt tartozások arányát* is vizsgálta. Gazdasági szövetség vagy *kereskedelmi kamara tagságának*, és *külső auditor* meglétének jelzésértékére (hitelképesség), mint lehetséges befolyásoló tényezőkre tett javaslatot. A külső források igénybevétele és az átlagos képzettségi szint között szignifikáns negatív eredményre jutott. A lejárt tartozások arányának vizsgálata nem hozott szignifikáns eredményt. A gazdasági szövetség vagy kereskedelmi kamara tagság, valamint a külső auditor megléte is szignifikáns pozitív kapcsolatot mutatott az eladósodottsággal.

3. A DISSZERTÁCIÓ CÉLKITŰZÉSEI

Disszertációm célja, hogy hazai és nemzetközi empirikus kutatásokat alapul véve, valamint saját determinánsaimat és mutatószámaimat beépítve feltárjam, hogy milyen tényezők és milyen módon befolyásolhatják a magyar kis- és középvállalkozási szektor tőkeszerkezetét.

A tőkeszerkezet jellemzésére három mutatószámot használok: *az eladósodottsági mutatót, a saját tőke arányt és a szállítók arányát*. Ezek számítási módját a 4.2.1. fejezetben mutatom be. Véleményem szerint csak a hosszú lejáratú kötelezettségek arányának vizsgálata nem adna elég átfogó képet a kis- és középvállalkozások tőkestruktúrájáról.

Elsőként azokat a determinánsokat vizsgálom, amelyek hatása már korábbi, kkv-mintákon lefolytatott nemzetközi kutatások eredményeként igazolást nyert. Ezen meghatározó tényezők esetén az eladósodottsági mutatóval való kapcsolatukról azt feltételezem, hogy hatásuk a magyar kkv-szektor esetén is ugyanúgy érvényesül. A saját tőke arány és a szállítók aránya mutatók esetén pedig a korábban bizonyított jelenségek tükrében állítom fel hipotéziseimet.

H1: A korábbi nemzetközi vizsgálatok során igazolt tőkeszerkezetet befolyásoló tényezők hatása a magyar kis- és középvállalkozások esetén is érvényesül.

Ezen hipotézisem kapcsán vizsgálom (1/a) az eszközök összetételét, (1/b) a vállalat méretét, (1/c) a jövedelmezőséget, (1/d) az adózás hatását, (1/e) a likviditást és (1/f) a beruházási hajlandóságot.

(1/a) Az *eszközök összetétele* kapcsán valamennyi kkv-mintán végzett kutatás azt tárta fel, hogy a lekötött eszközök nagyobb aránya nagyobb hosszú lejáratú kötelezettség aránnyal jár együtt (lásd: *3. számú melléklet*). Feltételezésem szerint a kkv-szektorban az eszközök fedezetképességének fontos szerepe van a tőkestruktúra kialakítása során, mert a szektor vállalatai csak megfelelő fedezet mellett juthatnak tartós idegen forrásokhoz. Ezért a nagyobb befektetett eszköz aránnyal rendelkező vállalkozások könnyebben juthatnak hosszú lejáratú hitelekhez. Ennek megfelelően az eladósodottsági mutatóval pozitív, még a saját tőke aránnyal negatív kapcsolatot feltételezek. A szállítók aránya esetén negatív korrelációt feltételezek, mert a fedezetképesség szerepe véleményem szerint csak a hosszú lejáratú források esetén dominál.

(1/b) Kkv-mintán folytatott vizsgálatok a *vállalatméret* kapcsán azt állapították meg, hogy minél nagyobb a vállalat mérete, annál nagyobb hosszú lejáratú kötelezettség aránnyal rendelkezik (lásd: *1. számú melléklet*). Nagyobb vállalatméret esetén mind a hosszú lejáratú kötelezettségek, mind pedig a szállítói finanszírozás nagyobb arányát feltételezem, és ezzel párhuzamosan a saját tőke arányának csökkenését. Ezt egyrészt arra alapozom, hogy a nagyobb vállalkozások méretükből adódóan sokkal inkább hitelképesek. Másrészt pedig beszállítóik számára többnyire fontos vagy akár egyetlen vevőnek számítanak, így sokkal inkább ki tudják használni a szállítói finanszírozás előnyeit.

(1/c) Korábbi kutatások megállapították, hogy a *jövedelmezőség* és az eladósodottsági mutató között negatív kapcsolat áll fenn (lásd: *6. számú melléklet*). A jövedelmezőbb tevékenységet folytató cégek kapcsán azzal a feltételezéssel élek, hogy több belső forrás áll rendelkezésükre tőkeszerkezetük kialakítása során, ezért kevésbé vesznek igénybe külső forrásokat. Tehát a jövedelmezőség esetén negatív kapcsolat érvényesül az

eladósodottsági mutatóval és a szállítók aránya mutatóval, míg pozitív kapcsolatban áll a saját tőke aránnyal.

(1/d) Az *adóteher* kapcsán Abor (2008) ghánai vállalkozásokat vizsgálva és Sogorb (2002) spanyol adatokat alapul véve is negatív kapcsolatot tárt fel a hosszú lejáratú kötelezettségek aránya kapcsán. Ezeknek megfelelően negatív kapcsolatot feltételezek az eladósodottsági mutatóval. Azt feltételezve, hogy nagyobb adóteherrel a jövedelmezőbb tevékenységet folytató vállalkozások szembesülnek, pozitív kapcsolatot várok a saját tőke aránnyal és negatív a szállítók aránya mutatóval. A *nem adósságjellegű adómegtakarítási eszközök* közül az amortizációt és a kedvezmények igénybevételét vizsgálom. Abból a feltételezésből kiindulva, hogy ezek nagyobb aránya a kisebb cégek esetén tapasztalható, az eladósodottsági mutatóval, valamint a szállítók arányával is negatív, míg a saját tőke aránnyal pozitív kapcsolatot feltételezek.

(1/e) Mateev, Poutziouris & Ivanov (2013) közép- és kelet-európai kkv-kon végzett vizsgálatok alapján pozitív kapcsolatot tárt fel a *likviditás* és a hosszú lejáratú kötelezettségek aránya között. A likviditás esetén azzal a feltételezéssel élek, hogy ez javítja a kkv-k hitelképességét, tehát a nagyobb likviditás nagyobb hosszú lejáratú kötelezettség aránnyal jár együtt, ami a saját tőke arányával negatív kapcsolatot feltételez. Ugyanakkor a jobb fizetőképesség a szállítók arányának alacsony szintjével is együtt jár, ezért itt is negatív kapcsolat feltételezhető.

(1/f) Bell & Vos (2009) európai országok vállalkozásainak adatait is magába foglaló adatbázison pozitív kapcsolatot bizonyított a *beruházási hajlandóság* és az eladósodottság szintje között. Ennek megfelelően pozitív kapcsolatot feltételezek a beruházási hajlandóság és az eladósodottsági mutató között. Azt feltételezem, hogy a kkv-k nagyobb beruházásaikat csak további külső forrás bevonásával tudják megvalósítani, azért a beruházási

hajlandóság és a saját tőke arány esetén negatív kapcsolat feltételezhető. A beruházások végrehajtása pedig növeli a szállítói finanszírozás szerepét, ezért itt szintén pozitív kapcsolatot feltételezek.

Második hipotézisem tárgya a tulajdonosi szerkezet hatása a kkv-k tőkeszerkezetére. A tulajdonosi összetétel kapcsán (2/a) a külföldi, (2/b) az állami és az önkormányzati tulajdon szerepét vizsgálom. Az első kettőt már több magyar adatokon alapuló kutatás is vizsgálta, ahogy azt a 2.7.2.12 alfejezetben már bemutattam, de az önkormányzati tulajdon szerepének vizsgálatára eddig nem találtam példát.

H2: A tulajdonosi szerkezet hatással van a magyar kis- és középvállalkozások tőkeszerkezetére.

(2/a) Balla (2006b) szignifikáns pozitív kapcsolatot tárt fel a *külföldi tulajdon* és a hosszú lejáratú hitelek aránya között. Ezt azzal indokolta, hogy a külföldi tulajdon magasabb aránya a hitelfelvételi lehetőségek szélesebb spektrumát feltételezi. Ennek megfelelően a külföldi tulajdon esetén pozitív kapcsolatot feltételezek az eladósodottsági mutatóval és negatívát a saját tőke aránnyal. Ugyanakkor azt feltételezem, hogy a külföldi tulajdonnal rendelkező cégek fizetési fegyelme is jobb, tehát a szállítók arányával negatív kapcsolatot feltételezek.

(2/b) Az *állami tulajdon* és az *önkormányzati tulajdon* kapcsán azt feltételezem, hogy ezek egymáshoz hasonló módon hatnak a tőkeszerkezetre. Krénusz (2007) szignifikáns negatív kapcsolatot bizonyított az állami tulajdon és a hosszú lejáratú kötelezettségek aránya között. Ez azzal magyarázható, hogy a magasabb állami részesedés nem indokolja külső forrás bevonását, ezért negatív kapcsolatot feltételezek az eladósodottsággal

és pozitívat a saját tőke aránnyal. Míg a szállítók arányával feltételezett pozitív kapcsolatot az állami jelenlét jelentette garanciával támasztom alá.

Harmadik hipotézisem kapcsán olyan tényezők hatását vizsgálom, amelyek a vállalkozás tevékenysége által determináltak. Ezek a determinánsok árnyaltabb képet adnak a vállalkozások működéséről, mint a TEÁOR főcsoportok, ezért tartom indokoltnak bevonásukat a vizsgálataimba.

H3: A termék és a tevékenység jellege befolyásolja a magyar kkv-k tőkeszerkezeti döntéseit.

Ezen hipotézisem kapcsán (3/a) az eszközigenyességet, (3/b) a munkaigenyességet és a (3/c) termékegyediséget vizsgálom.

(3/a) Balla (2006a) nagyvállalati mintán negatív kapcsolatot bizonyított az *eszközigenyesség* és a hosszú lejáratú kötelezettségek között. Kifejezetten kkv-mintán eddig nem vizsgálták ezt a determinánst. Balla (2006a) eredményével szemben, a kkv-k kapcsán azt feltételezem, hogy minél eszközigenyesebb tevékenységet folytatnak, annál inkább szükségük van külső forrás bevonására. Tehát pozitív kapcsolatot feltételezek az eladósodottsággal és a szállítók arányával, és negatívát a saját tőke aránnyal.

(3/b) A *munkaigenyesség* nem szerepelt még korábbi vizsgálatokban, de hatását az eszközigenyességgel ellenkezőnek feltételezem. Mérésére a személyi jellegű ráfordítások összes ráfordításhoz viszonyított arányát fogom használni. A munkaigenyesebb tevékenységet folytató vállalkozások sokkal inkább támaszkodnak a saját tőkére, és kevésbé veszik igénybe a hosszú lejáratú hiteleket, valamint a kereskedelmi hitel adta lehetőségeket.

(3/c) Balla (2006b) magyar feldolgozóipari vállalatok kapcsán szignifikáns pozitív kapcsolatot tárt fel a *termékegyediség* és a hosszú lejáratú hitelek aránya között. Ezért a determinánst a ráfordítások és az árbevétel arányával szemléltetve azt feltételezem, hogy az egyedi termékeket gyártó vállalatok több beruházást hajtanak végre, valamint többet költenek reklámra és piacépítésre, ami növeli külső forrás igényüket. Így pozitív kapcsolatot feltételezek az eladósodottsági mutatóval, valamint a szállítók arányával, és negatívát a saját tőke arányával.

Negyedik hipotézisemben a magyar kis- és középvállalkozások tőkeszerkezete, valamint az input és output piaci pozíciójuk közötti kapcsolatot vizsgálom. Ezen belül egyrészt (4/a) az exportorientáció hatását, másrészt pedig annak hatását tárom fel, hogy (4/b) a vállalkozások mennyire képesek igénybe venni a szállítói finanszírozás adta lehetőségeket.

H4: A magyar kis- és középvállalkozások input és output piaci jellemzői hatással vannak finanszírozási döntéseikre.

(4/a) Chaney (2005) bizonyította, hogy az exportra is termelő cégeket nagyobb jövedelmezőség jellemzi, ezért kevésbé vesznek igénybe tartós idegen tőkét, viszont a szállítói finanszírozás náluk sokkal nagyobb szerephez jut. Ezért az *exportorientáció* kapcsán negatív kapcsolatot feltételezek az eladósodottsági mutatóval és pozitívát a saját tőke arányával, valamint a szállítók arányával.

(4/b) A 2.7.2.16 alfejezetben ismertetett *piaci pozíció* mutató azt fejezi ki, hogy a vállalkozások mennyire képesek kintlévőségeiket szállítóikkal megfinanszíroztatni. Pozitív értéke a szállítói kötelezettségek, negatív értéke a vevői követelések dominanciáját jelenti. Ezért a piaci

pozíció mutatószám feltételezésem szerint pozitív kapcsolatban áll a szállítók arányával, míg a saját tőke arányával és az eladósodottsági mutatóval is negatív kapcsolat feltételezhető.

Hipotéziseimet a 2. táblázatban foglaltam össze.

2. táblázat: Hipotézisek

Befolyásoló tényezők	Tőkeszerkezeti mutatók		
	Eladósodottsági mutató	Saját tőke arány	Szállítók aránya
H1: A korábbi nemzetközi vizsgálatok során igazolt tőkeszerkezetet befolyásoló tényezők hatása a magyar kis- és középvállalkozások esetén is érvényesül.			
(1/a) Eszközök összetétele	+	-	-
(1/b) Vállalati méret	+	-	+
(1/c) Jövedelmezőség	-	+	-
(1/d) Adóteher	-	+	-
(1/d) Nem adósságjellegű adómegettakarítás	-	+	-
(1/e) Likviditás	+	-	-
(1/f) Beruházási hajlandóság	+	-	+
H2: A tulajdonosi szerkezet hatással van a magyar kis- és középvállalkozások tőkeszerkezetére.			
(2/a) Külföldi tulajdon aránya	+	-	-
(2/b) Állami és önkormányzati tulajdon aránya	-	+	+
H3: A termék és a tevékenység jellege befolyásolja a magyar kkv-k tőkeszerkezeti döntéseit.			
(3/a) Eszközige nyesség	+	-	+
(3/b) Munkaigényesség	-	+	-
(3/c) Termékegyediség	+	-	+
H4: A magyar kis- és középvállalkozások input és output piaci jellemzői hatással vannak finanszírozási döntéseikre.			
(4/a) Exportorientáció	-	+	+
(4/b) Piaci pozíció	-	-	+

Forrás: saját szerkesztés

4. ANYAG ÉS MÓDSZER

A kutatásaim alapjául szolgáló adatbázist a Századvég Gazdaságkutató Zártkörű Részvénytársaság bocsátotta rendelkezésemre, amely a társas magyar kis- és középvállalkozások társasági adóbevallásainak egyedi adatait tartalmazza a 2007-2011 évekre vonatkozóan anonimizált formában.

Vizsgálataimat a Microsoft Excel 2010, az annak bővítményeként beépülő XLSTAT 2013, az IBM SPSS Statistics 19 és a Weka adatbányászati szoftverekkel végeztem. A Weka (Waikato Environment for Knowledge Analysis) egy ingyenesen, korlátlanul hozzáférhető programcsomag, amelyet a Waikato Egyetemen fejlesztettek ki Új-Zélandon. Nyílt forráskódja és moduláris felépítése lehetővé teszi a további fejlesztéseket, ezért folyamatosan újabb funkciókkal bővül (Abonyi, 2006).

Elemzéseim során *klaszteranalízis* segítségével képeztem homogén csoportokat az egyes gazdasági tevékenységek jellemző finanszírozási szokásainak bemutatására, valamint tőkeszerkezeti minták azonosítására. Majd *varianciaanalízis* (ANOVA) alapján teszteltem, hogy a létrehozott klaszterek között kimutathatóak-e szignifikáns különbségek a különböző befolyásoló tényezők tekintetében.

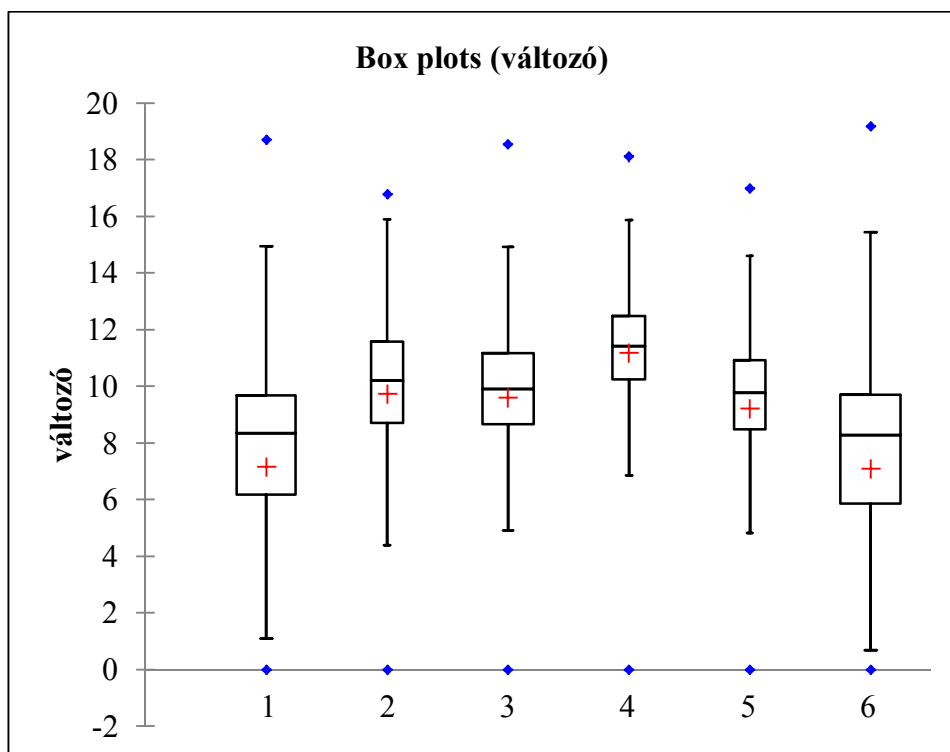
A háttérváltozók hatásának bemutatására a varianciaanalízis eredményeit *Tukey-féle post hoc analízissel és homogenitásvizsgálattal* is alátámasztottam, melynek segítségével megismerhető a csoportok közötti páronkénti különbségek szignifikanciája.

A szignifikáns hatással bíró determinánsok hatását végül *regresszióanalízis* segítségével bizonyítottam az egyes vizsgált tőkeszerkezeti mutatók esetén.

A vizsgált tőkeszerkezeti mutatókat és a befolyásoló tényezők mutatóit *dobozdiagramok* (boxplot) segítségével szemléltettem, amelyeket

az XLSTAT 2013 statisztikai programmal készítettem el. A dobozdiagramok előnye, hogy egyetlen ábrában összesítik az adatsorok legfontosabb jellemzőit.

A 4. ábra néhány dobozdiagramot tartalmaz. A dobozok az alsó és a felső kvartilis által határoltak, a bennük található vízszintes vonal a mediánt szemlélteti, míg az átlag külön adatpontként jelenik meg (jelen esetben piros kereszt). A felfelé és lefelé húzott vonalak hossza legfeljebb az interkvartilis terjedelem másfélszerese, ami abban az esetben rövidebb ennél, ha a minimum és maximum értékek ennél közelebb esnek. A legkisebb és legnagyobb értékek külön adatpontként (jelen esetben kék pontok) jelennek meg (Kovács, 2011).



4. ábra: Dobozdiagram minta

Forrás: saját szerkesztés XLSTAT 2013 segítségével

4.1. Az adatbázis felépítése

A Századvég Gazdaságkutató Zrt. által rendelkezésemre bocsátott adatbázis a Nemzeti Adó- és Vámhivatal által nyilvántartott társasági adóbevallások adatain alapul és a társas formában működő kis- és középvállalkozások egyedi adatait tartalmazza. Az adatbázis egy-egy sora az egyes vállalkozásokra vonatkozóan a bevallásból kinyerhető *mérleg- és eredménykimutatás sorok* értékeiből, valamint a cégekre vonatkozó háttérváltozókból tevődik össze. Az adatbázisból az egyes vállalkozások kapcsán kinyerhető adatok a *10. számú melléklet* szemlélteti.

Az eredeti adatbázis 1.121.538 sort tartalmaz a 2007-2011 gazdálkodási évekre vonatkozóan, tehát évente átlagosan valamivel több mint 224.000 vállalkozás adata ismerhető meg belőle.

4.1.1. Az adatbázisban található háttérváltozók

A *sorszám* oszlop a vállalkozásokra vonatkozó egyedi szervezeti kódot tartalmazza, amely az anonimitást biztosítja, és amelynek segítségével az egyes vállalkozások azonosíthatóak. A szervezeti kód és a *gazdálkodási év* együttes felhasználásával az adatbázis időbeli összehasonlítások elvégzésére is alkalmas.

Az adatbázisban található *mikro-, kis-, illetve középvállalkozási kód* a bevallást benyújtó vállalkozó által meghatározott, amely sok esetben téves, de többnyire nem került kitöltésre. Az 1-es kód jelöli a mikro-, a 2-es a kis-, míg a 3-as a középvállalkozásokat.

A *területi egységek* elkülönítésére az adózó székhelyére vonatkozó településkód, a település megnevezése, a megye- és a régiókód áll rendelkezésre. A legtöbb hiányzó adat ezekre az oszlopokra jellemző, de a településkód ismeretében a többi adat egyszerűen pótolható. Az alkalmazott

megyekódokat a területi számjelrendszerről szóló KIM rendelet tartalmazza (31/2011. (X. 24.) KIM rendelet, 2011). Régió kódok csak a 2010-es évre vonatkozó soroknál lelhetőek fel.

A *tevékenységek* elkülönítésre a TEÁOR (gazdasági tevékenységek egységes ágazati osztályozási rendszere) főcsoportok betűjelei és ágazati 4 jegyű TEÁOR kódok állnak rendelkezésre. A tevékenységek besorolására alkalmazott TEÁOR '08 osztályozási rendszer struktúrája a Központi Statisztikai Hivatal honlapján elérhető (KSH, 2007).

A *gazdálkodási forma kódok* a statisztikai számjel elemeiről és nomenklatúráiról szóló KIM rendelet alapján kerültek meghatározásra (21/2012. (IV. 16.) KIM rendelet, 2012). A gazdálkodási forma kódok az egyes években eltérő mélységig kerültek rögzítésre, így például a 2007-es évre vonatkozóan három, míg a 2010-es évben csak két számjegyig kerültek lebontásra. Ami azt jelenti, hogy míg a 2007-es évben az egyes gazdálkodási formák is elkülöníthetőek, addig a 2010-es évek adatai esetén csak az különíthető el, hogy az adott vállalkozás rendelkezik-e önálló jogi személyiséggel vagy sem.

Az utolsó háttérváltozó azt jelöli, ha az adott vállalkozás a naptári évtől *eltérő üzleti év* szerint folytatja gazdasági tevékenységét. A változó fontossága abban is rejlik, hogy ezekre a cégekre vonatkozóan a 2007-es üzleti évre vonatkozóan nem állnak rendelkezésre adatok.

4.1.2. Saját adatbázis kialakítása

Saját adatbázisom kialakítása során elsőként azzal a dilemmával szembesültem, hogy miként kezeljem azokat a vállalkozásokat, amelyekre vonatkozóan csak a 2008-as évtől állnak rendelkezésre adatok. Ezekről a vállalkozásokról megállapítottam, hogy az átlagos foglalkoztatotti létszámaik alapján többnyire a közép-vállalkozás kategóriába tartoznak, ezért

semmi sem indokolhatja a vizsgálatból való kizárásukat. Ezért e cégek kizárása helyett, az időbeli összehasonlítások egységes szerkezetének szempontját szem előtt tartva *eltekintettem a 2007-es gazdálkodási év figyelembe vételétől.*

Az időbeli összehasonlításokhoz elengedhetetlen, hogy csak olyan vállalkozások legyenek az adatbázisban, amelyeknek minden vizsgált évben elérhetőek az adataik. Ezért azokat a cégeket kizártam, amelyek valamelyik üzleti évben *nem nyújtottak be társasági adóbevallást*, így adataik nem álltak rendelkezésemre. Ezek száma nem haladta meg a százat.

A háttérváltozók egyes évek szerinti eltérő kódolása és a számtalan hiányzó adat miatt elemzéseim során *a 2010-es év háttérváltozóit* használtam fel minden gazdálkodási évben. Ezek közül elsőként a területi kódok rendezésére került sor. Ami első sorban azt jelentette, hogy a hiányzó megye- és régiókódokat pótoltam az adatbázisban, de több esetben azok javítására is sor került.

Ezután az adatbázisban található kkv-besorolást, mint disszertációm szempontjából legfontosabb háttérváltozót vettem górcső alá. Ahogy már korábban is megállapítottam, ez sok esetben téves vagy hiányos, ezért az adatbázisban található átlagos foglalkoztatotti létszám alapján *új kkv-besorolást* építettem be adatbázisomba. 1-es kóddal jelöltem az 1-9 főt foglalkoztató mikro-, 2-essel a 10-49 fős kis- és 3-assal az 50-249 fős közép vállalkozásokat. *A 0 vagy ismeretlen létszámú cégeket kizártam a vizsgálatom tárgyát képező adatbázisból, ezzel részben kiszűrve a kényszervállalkozásokat.* Ez nagyjából 2000 társas vállalkozás kizárását jelentette.

A gazdálkodási formára vonatkozó kódok, ahogy már említettem, az egyes években eltérő mélységig kerültek rögzítésre, ami indokolta azok egységesítését. Elsőként kizártam azokat a társasági adóbevallásra kötelezett

gazdálkodási formákat, amelyek adataik révén torzíthatják az eredményeket (pl. egyéni vállalkozások, ügyvédi iroda, vízitársulat, társasházak, szövetkezetek, jogi személyiségű nonprofit szervezetek). Ez közel 6000 cég kizárását jelentette. Majd, mint egy dummy változóként 0-ás kóddal jelöltem a jogi személyiségű, míg 1-es kóddal a jogi személyiség nélküli gazdasági társaságokat.

Végül az így létrejött adatbázis *216.659 vállalkozás* adatait tartalmazza a 2008-2011-es évekre vonatkozóan.

4.2. Alkalmazott mutatószámok

A kapcsolódó szakirodalmakat áttanulmányozva és a rendelkezésre álló adatok körét figyelembe véve alakítottam ki a tőkeszerkezet és a vizsgálandó tőkeszerkezetet meghatározó tényezők körét és azok vizsgálatára számított mutatószámokat.

A *10. számú melléklet* tartalmazza az egyes vállalkozásokra vonatkozóan az adatbázisban fellelhető háttérváltozókat, valamint mérleg- és eredménykimutatás sorokat. Míg a mérleg egy adott időpontra vonatkozó, azaz *állományi (stock)* adatokat tartalmaz, addig az eredménykimutatás adatai egy adott időszakra vonatkoznak, egy gazdálkodási év teljesítményét jellemzik, tehát *folyó (flow)* jellegűek. A mutatószám elemzés gyakorlatában ha stock és flow jellegű változókat viszonyítunk egymáshoz, az állományi adatok átlagos értékét vesszük alapul, ezzel csökkentve az év közbeni állományváltozás okozta torzításokat. Sajnos ez a módszer sem képes kiszűrni az év közben jelentkező szezonális hatásokat, amelyek a vállalkozások tevékenysége által determináltak.

Vizsgálataim során ennek a feltételnek nem tudtam volna teljes körűen eleget tenni a 2007-es hiányzó vállalkozási adatok miatt, ezért a mérlegből kinyerhető adatok esetén az év végi állományokat vettem alapul.

4.2.1. Tőkeszerkezeti mutatók

A szakirodalomban leggyakrabban az összes kötelezettség, a rövid- és a hosszú lejáratú kötelezettségek összes forráshoz viszonyított arányát használják a tőkeszerkezet jellemzésére. Az adatbázison végzett kezdeti vizsgálatok alapján, a magyar kkv-k finanszírozási jellegzetességeit figyelembe véve arra a következtetésre jutottam, hogy az idegen tőke arányának vizsgálatán túl a saját tőke arány figyelembe vétele is indokolt. Így a magyar kkv-k tőkeszerkezetének jellemzésére a 3. táblázatban bemutatott mutatószámokat alkalmaztam.

3. táblázat: Tőkeszerkezeti mutatók

Mutatók	Számítás módja	Kód
Eladósodottsági mutató	(Hosszú lejáratú + hátrasorolt kötelezettségek) / mérlegfőösszeg	HLK_arany
Saját tőke arány	Saját tőke / mérlegfőösszeg	ST_arany
Szállítók aránya	Szállítók / összes kötelezettség	SZALL_arany

Forrás: saját szerkesztés

A saját tőke értéke önmagában nem található meg az adatbázisban, ezért annak értékét a megfelelő mérleg sorok összesítésével határoztam meg. A saját tőke értéke a következő képlettel határozható meg:

$$(10) \text{ „Jegyzett tőke összege”} + \text{ „Jegyzett, de még be nem fizetett tőke (-)”} + \\ + \text{ „Tőketartalék”} + \text{ „Eredménytartalék”} + \text{ „Lekötött tartalék”} + \\ + \text{ „Értékelési tartalék”} + \text{ „Általános tartalék”} + \text{ „Mérleg szerinti eredmény”}.$$

A saját tőke értékeinek meghatározását követően azt tapasztaltam, hogy előfordulnak negatív értékek is az adatbázisban, ami a belőle számított mutatószámok elemzésénél téves következtetések levonását okozhatja. Ennek kiküszöbölésére a negatív saját tőke értékeket 0-val helyettesítettem.

4.2.2. A tőkeszerkezet meghatározó tényezőinek mutatószámai

A vizsgálandó tőkeszerkezetet befolyásoló tényezőket és azok mutatószámait a 4. táblázat foglalja össze.

4. táblázat: A tőkeszerkezet meghatározó tényezői és azok mutatószámai

Tényezők	Mutatók	Számítás módja	Kód
(1/a) Eszközök összetétele	Befektetett eszközök aránya	Befektetett eszközök/ mérlegfőösszeg	BEFE_arany
	Tárgyi eszközök aránya	Tárgyi eszközök/ mérlegfőösszeg	TE_arany
	Készletek aránya	Készletek/ mérlegfőösszeg	KESZL_arany
	Fix eszközök aránya	(Tárgyi eszközök + készletek)/ mérlegfőösszeg	FIXE_arany
(1/b) Vállalat- méret	Árbevétel logaritmusa	LN(nettó árbevétel)	LN_ARB
	Eszközök logaritmusa	LN(mérlegfőösszeg)	LN_MFO
	Foglalkoztatottak számának logaritmusa	LN(foglalkoztatottak száma)	LN_FOGL
(1/c) Jövedel- mezőség	Eszközarányos eredmény (ROA) I.	Adózás előtti eredmény/ mérlegfőösszeg	AEEperMFO
	Eszközarányos eredmény (ROA) II.	Adózott eredmény/ mérlegfőösszeg	AEperMFO
	Saját tőke arányos eredmény (ROE) I.	Adózás előtti eredmény/ saját tőke	AEEperST
	Saját tőke arányos eredmény (ROE) II.	Adózott eredmény/ saját tőke	AEperST
	Árbevételarányos eredmény (ROS) I.	Adózás előtti eredmény/ nettó árbevétel	AEEperARB
	Árbevételarányos eredmény (ROS) II.	Adózott eredmény/ nettó árbevétel	AEperARB
(1/d) Adózás	Adóterhelés	Társasági adó/ adózás előtti eredmény	ADOperAEE
	Amortizációból eredő adómentek	Amortizáció/ mérlegfőösszeg	AMOperMFO
	Kedvezményekből eredő adómentek	(Adókedvezmények + adómentességek)/ adózás előtti eredmény	KEDVperAEE

Tényezők	Mutatók	Számítás módja	Kód
(1/e) Likviditás	Likviditási ráta	(Készletek + követelések + értékpapírok + pénzeszközök)/ rövid lejáratú kötelezettségek	FEperRLK
	Likviditási gyorsráta	(Követelések + értékpapírok + pénzeszközök)/ rövid lejáratú kötelezettségek	FE-KESZLperRLK
	Pénzhányad	Pénzeszközök/ rövid lejáratú kötelezettségek	PEperRLK
(1/f) Beruházási hajlandóság	Eszközarányos beruházás	Tárgyévi beruházások/ mérlegfőösszeg	BERperMFO
	Saját tőke arányos beruházás	Tárgyévi beruházások/ saját tőke	BERperST
	Árbevétel arányos beruházás	Tárgyévi beruházások/ nettó árbevétel	BERperARB
(2) Tulajdonosi szerkezet	(2/a) Külföldi tulajdon aránya	Külföldi tulajdon/ jegyzett tőke összesen	KULTULperJT
	(2/b) Állami tulajdon aránya	Állami tulajdon/ jegyzett tőke összesen	ALLTULperJT
	(2/b) Önkormányzati tulajdon aránya	Önkormányzati tulajdon/ jegyzett tőke összesen	ONKTULperJT
	(2/b) Állami és önkormányzati tulajdon aránya	(Állami tulajdon + önkormányzati tulajdon)/ jegyzett tőke összesen	ALLONKperJT
(3/a) Eszköz-igényesség	Eszközarányos árbevétel	Nettó árbevétel/ mérlegfőösszeg	ARBperMFO
(3/b) Munka-igényesség	Személyi jellegű ráfordítások aránya	Személyi jellegű ráfordítások/ összes ráfordítás	SZJRperRAF
(3/c) Termék-egyesítés	Termékegyediség	Összes ráfordítás/ nettó árbevétel	RAFperARB
(4/a) Export-orientáltság	Eszközarányos export	Export árbevétel/ mérlegfőösszeg	EXPperMFO
	Export árbevétel aránya	Export árbevétel/ nettó árbevétel	EXPperARB
(4/b) Piaci pozíció	Piaci pozíció	(Szállítók-vevők)/ nettó árbevétel	PIACIPOZ

Forrás: saját szerkesztés

A mutatószámok értelmezését elősegíti a *10. számú melléklet*, amely az adatbázis felépítését mutatja be, a teljes adathalmazt az adófizetési kötelezettség meghatározásához kapcsolódó adatokra, az eredménykimutatásból rendelkezésre álló adatokra, a mérlegből rendelkezésre álló adatokra, tájékoztató jellegű adatokra, valamint a rendelkezésre álló háttérváltozókra bontva.

Ahogy a saját tőke értéke sem állt önmagában az adatbázisban rendelkezésre, úgy ebben az esetben is szükséges volt néhány adat összesítése a mutatószámok kiszámítása során. A befektetett eszközök értékét az immateriális javak, a tárgyi eszközök és a befektetett pénzügyi eszközök értékének összegeként határoztam meg. Az összes ráfordítást pedig az anyagjellegű, a személyi jellegű ráfordítások, az értékcsökkenési leírás és az egyéb ráfordítások összegzésével számítottam ki.

Az eszközök összetétele, a vállalatméret és a jövedelmezőség determinánsok mutatószámait a korábbi hazai és nemzetközi vizsgálatok alapján határoztam meg.

Az adózás hatásának figyelembevételénél egyrészt az adóterhelést, másrészt az amortizációt mint nem adósságjellegű adómegtakarítási eszközt vizsgálom. Az adórendszer hatásainak mutatószámai közé definiáltam egy saját mutatószámot is, az adókedvezmények és adómentességek arányát, mert véleményem szerint ezek adómegtakarító hatása épp oly fontos lehet a magyar kkv-k esetén, mint az értékcsökkenésé.

A likviditási mutatók közül a likviditási ráta, a likviditási gyorsráta és a pénzhányad mutatókat is vizsgálom, mert a különböző mutatók más és más tőkeelemre lehetnek hatással.

A beruházási hajlandóság vizsgálata során a szakirodalomban az árbevétel arányos beruházás mutatószám terjedt el. A mutatószámok körét az eszköz- és a saját tőke arányos beruházás mutatókkal bővíttem.

Az adatbázis lehetővé teszi a tulajdonosi szerkezet kapcsán a *külföldi, az állami és az önkormányzati tulajdon* arányának vizsgálatát is. A külföldi és az állami tulajdon vizsgálata nem precedens nélküli. Az önkormányzati tulajdon vizsgálatát azért tartom indokoltnak, mert véleményem szerint ez azonos elbírálás alá eshet a hitelezők szempontjából az állami tulajdonnal. Ennek igazolására a két tulajdon összegének arányát is vizsgálom.

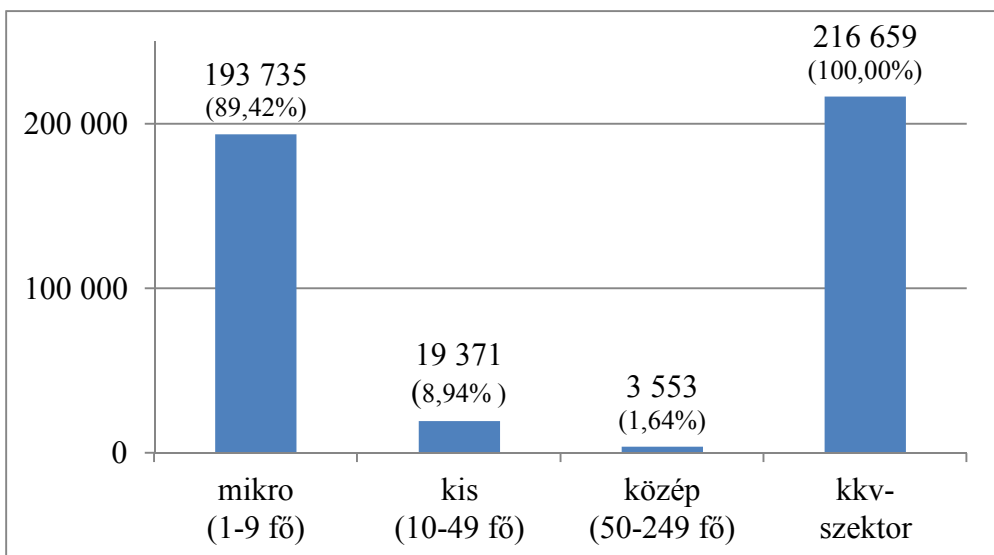
Az *eszközigényesség és a termékegyediség* is már több esetben vizsgált és igazolt determinánsok. Ezeket a tevékenység jellege alapvetően befolyásolja. A tevékenység jellege által determinál jellemzők körét a *munkaigényesség mutatójával* bővíttem. Ezt a mutatószámot kifejezetten a kkv-szektorban célszerű vizsgálni, hiszen a kkv-kra jellemző, hogy többnyire munkaigényes tevékenységet folytatnak.

Végül a már korábban a 2.7.2.14 alfejezetben bemutatott *exportorientáció* és a 2.7.2.16 alfejezetben ismertetett *piaci pozíció* mutatók hatását vizsgálom az egyes tőkeszerkezeti mutatókra vonatkoztatva.

5. EREDMÉNYEK ÉS ÉRTÉKELÉSÜK

5.1. A kkv-szektor szerkezetének jellemzése

Az adatbázis létrehozását és a vizsgálandó mutatószámok kiszámítását követően az adatbázisban szereplő társas kis- és középvállalkozási szektor összetételét vizsgáltam meg elsőként. A foglalkoztatottak létszáma alapján elkülönített *kkv-kategóriák* szerint az adatbázis összetételét az 5. ábra szemlélteti a 2010-es évre vonatkozóan (háttérváltozók éve).

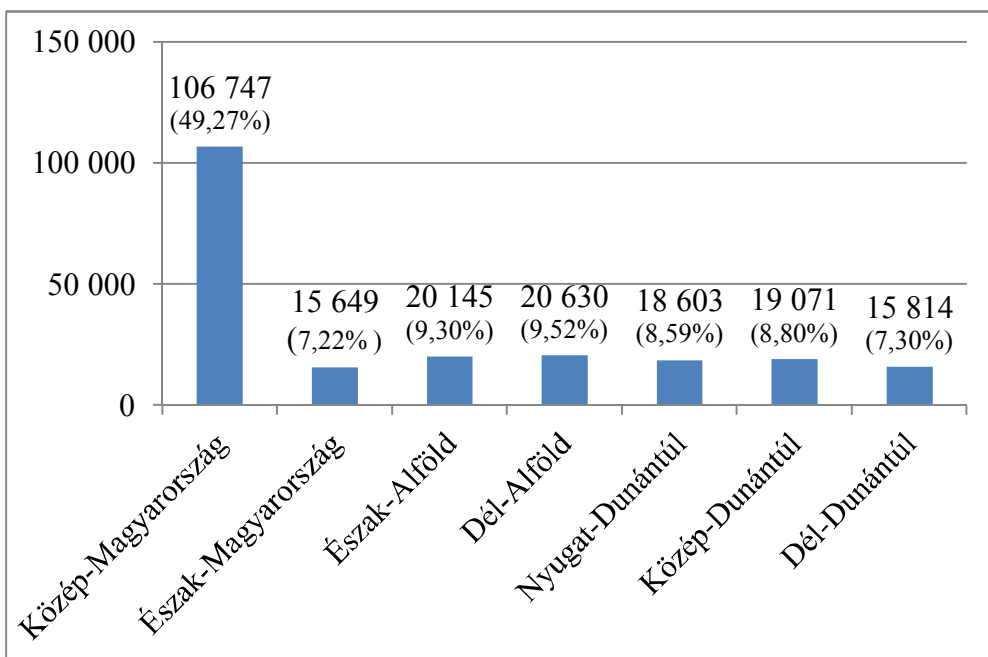


5. ábra: Vállalkozások száma (db) foglalkoztatotti létszám szerint, 2010

Forrás: saját szerkesztés

Látható, hogy az adatbázisban szereplő cégek közel 90%-a a mikrovállalkozás kategóriába tartozik, és csupán valamivel több mint 1,5%-uk foglalkoztatotti létszáma haladja meg a 49 főt.

A területi egységek elkülönítésére a *régiókódokat* használtam fel. A vállalkozások számának régiók szerinti megoszlását a 6. ábra szemlélteti.

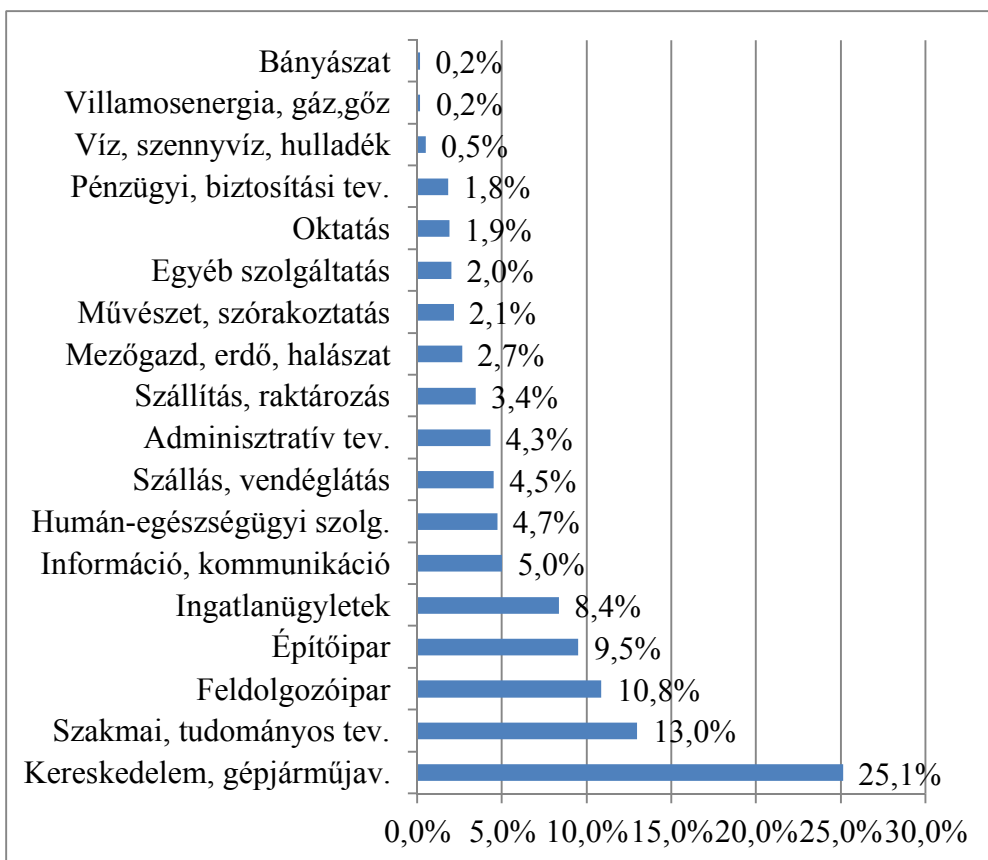


6. ábra: Vállalkozások számának (db) megoszlása régiók szerint, 2010

Forrás: saját szerkesztés

Megállapítható, hogy a vállalkozások közel fele Budapestre és Pest megyére koncentrálódik, míg a legkevesebb vállalkozás az Észak-magyarországi és a Dél-dunántúli régiókban található.

A 7. ábra a TEÁOR főcsoportok szerint mutatja be a vizsgált kkv-szektor összetételét. Látható, hogy minden negyedik vállalkozás a kereskedelem, gépjárműjavítás főcsoportba tartozik tevékenysége alapján. A kkv-k jelentős része végez szakmai és tudományos tevékenységet, de nagy arányban tevékenykednek a feldolgozóiparban, az építőiparban és számos vállalkozás foglalkozik ingatlanügyletekkel is.



7. ábra: Vállalkozások számának megoszlása tevékenységük szerint, 2010

Forrás: saját szerkesztés

A *gazdálkodási forma* szerint a vállalkozásokat aszerint tudjuk elkülöníteni, hogy rendelkeznek-e önálló jogi személyiséggel vagy sem. Az adatbázisban szereplő vállalkozások 61%-a jogi személyiségű gazdasági társaság, azaz közös vállalat, korlátolt felelősségű társaság vagy részvénytársaság. A maradék 39% – összesen 84.313 db – a jogi személyiség nélküli gazdasági társaságok csoportjába tartozik, azaz közkereseti társaság vagy betéti társaság.

5.2. A magyar társas kkv-k tőkeszerkezete

A kis- és középvállalkozások tőkeszerkezetének bemutatását klaszterezés módszerével tőkeszerkezeti minták azonosításával kezdtem, majd megvizsgáltam, hogy a háttérváltozók befolyásolják-e az egyes jellemző tőkeszerkezeti mintákat. Ez követően azt teszteltem, hogy a módszertani fejezetben bemutatott befolyásoló tényezők és mutatószámok szignifikánsan különböznek-e az egyes tőkeszerkezeti klaszterekben. A szignifikáns hatással bíró determinánsok hatását végül regresszióanalízis segítségével bizonyítottam a saját tőke arány, az eladósodottsági mutató és a szállítók aránya mutató esetén.

5.2.1. Tőkeszerkezeti klaszterek

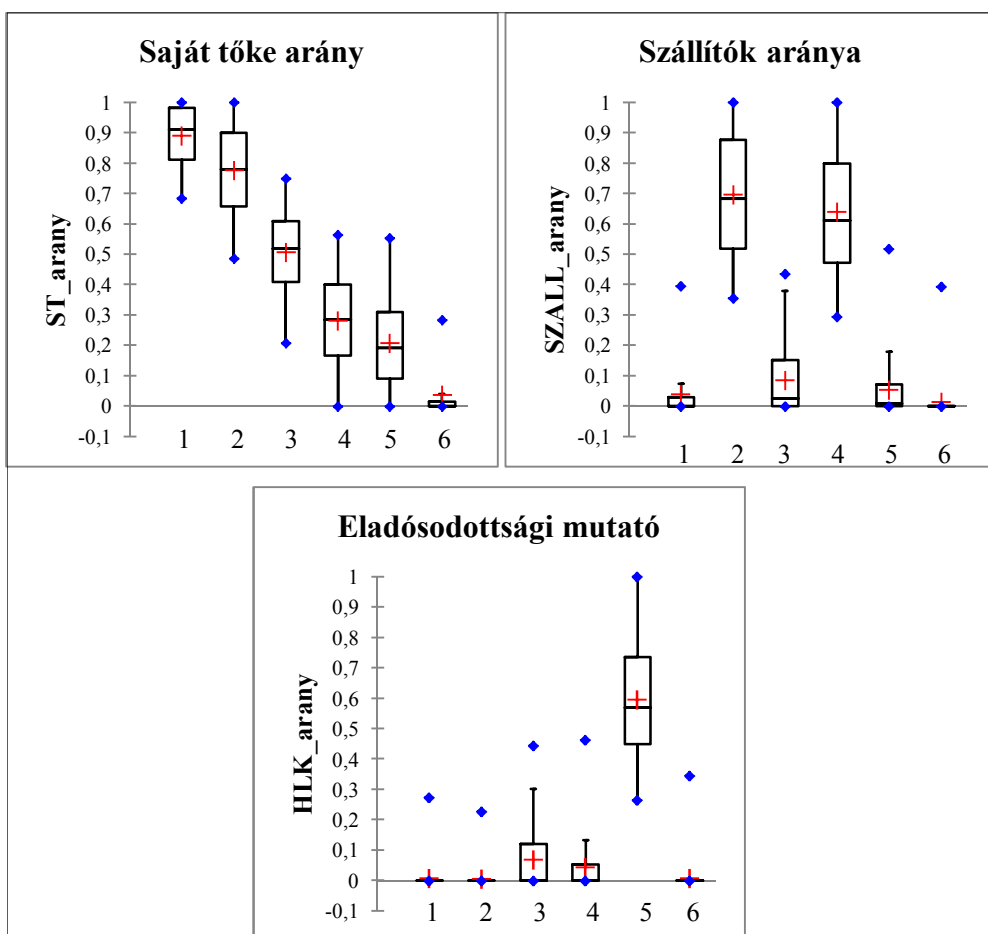
A tőkeszerkezeti minták azonosítását *k-közép klaszterezés* módszerével végeztem a WEKA program segítségével. Az elvégzett csoportosítások tapasztalatai alapján végül 6 klaszter kialakítását találtam indokoltnak. A klaszterezés eredményeként megkapott csoportokat átlagos saját tőke arányuk szerint rendeztem csökkenő sorrendbe, tehát az 1. klaszterben találhatóak a szinte kizárólag saját tőkéből finanszírozott vállalkozások, míg a 6-ban a nagyon alacsony vagy akár nulla saját tőkével rendelkező cégek.

5. táblázat: Tőkeszerkezeti klaszterek felépítése

Klaszter	Elemszám	Megoszlás
1	234 373	27,0%
2	70 236	8,1%
3	177 516	20,5%
4	70 666	8,2%
5	66 815	7,7%
6	247 051	28,5%
Összesen:	866 636	100,0%

Forrás: saját szerkesztés

Az 5. táblázat szemlélteti az elemszámokat az egyes klaszterekben. Az összes elemszám az adatbázisban található vállalkozások számának négyszerese, mert az egyes évek (2008-2011) egy-egy vállalkozás esetén külön elemnek számítanak. Látható, hogy a klaszterezés eredményeként három nagyobb elemszámú és három kisebb elemszámú klaszter jött létre. A kkv-k több mint fele az 1. vagy a 6. klaszterbe tartozik. A 8. ábra az egyes klaszterekre jellemző tőkeszerkezeti mutatókat szemlélteti.



8. ábra: Tőkeszerkezeti mutatók az egyes klaszterekben

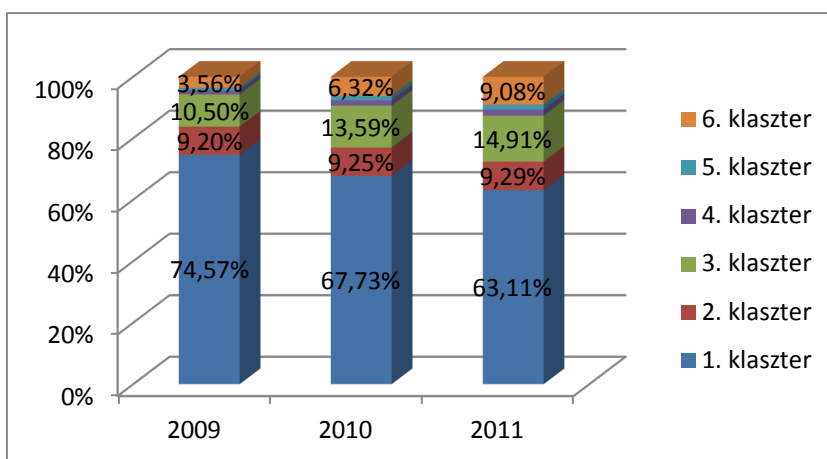
Forrás: saját szerkesztés

A mutatószámok alapján megállapítható, hogy a magas saját tőke arány az 1. és a 2. klaszterben, magas eladósodottság az 5. klaszterben, míg magas szállítói arány a 2. és a 4. klaszterben tapasztalható. Ennek megfelelően a *tőkeszerkezeti mintákat* az alábbiak szerint jellemezhetjük:

1. klaszter: magas saját tőke,
2. klaszter: magas saját tőke és magas szállítók,
3. klaszter: közepes saját tőke,
4. klaszter: alacsony saját tőke és magas szállítók,
5. klaszter: alacsony saját tőke és magas eladósodottság,
6. klaszter: alacsony saját tőke.

5.2.2. A tőkeszerkezeti klaszterek dinamikája

A tőkeszerkezeti klaszterek létrehozását követően az a kérdés keltette fel érdeklődésemet, hogy a kkv-k mennyire tartják évről évre tőkeszerkezeti jellegzetességeiket, vagyis az egyes klasztereket időbeli változásuk szempontjából kezdtem el vizsgálni.

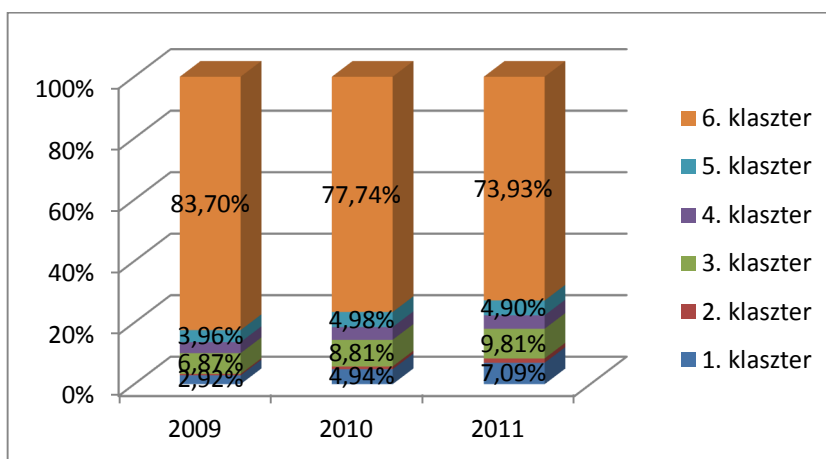


9. ábra: A 2008-ban az 1. klaszterbe tartozó vállalkozások megoszlása

Forrás: saját szerkesztés

A 9. ábra a kezdetben a legtökeerősebb klaszterbe tartozó vállalkozások klaszterek szerinti megoszlását mutatja a többi vizsgált év tekintetében. Látható, hogy a vállalkozásoknak 63%-a maradt a 2011-es évre is az első klaszterbe, míg közel minden tizedik vállalkozást a nulla vagy negatív saját tőke jellemezte, ami pénzügyi értelemben a csőddel vagy legalább is csőd közeli helyzettel egyenértékű.

Egy a 2008-as évben még 100%-ban saját tőkével finanszírozott kkv csődbe jutása még önmagában nem tekinthető különös jelenségnek, azonban a klaszterek közötti mozgás nemcsak a tőkeerősektől a kevésbé tőkeerősek felé, hanem ellenkező irányban is megfigyelhető.



10. ábra: A 2008-ban a 6. klaszterbe tartozó vállalkozások megoszlása
 Forrás: saját szerkesztés

A 10. ábra a vizsgált időszak kezdetén a legutolsó klaszterbe tartozó vállalkozások klaszterek szerinti megoszlását mutatja be. Látható, hogy habár a 6. klaszter szereplőit gyakorlatilag a csőd állapota jellemezte mégsem lehetetlen, hogy saját tőke arányukat növelni tudják, sőt 7%-uk a vizsgált utolsó évre, 2011-re a legtökeerősebb klaszterbe lépett elő.

A tőkeszerkezeti klaszterek dinamikáját vizsgálva arra a megállapításra jutottam, hogy a kkv-szektor képviselői *rendkívül gyorsan képesek a tőkeszerkezeti mutatóikat megváltoztatni*. Ami egyrészt azt jelenti, hogy viszonylag könnyen sodródhatnak csőd közeli helyzetbe, viszont egyben azt is jelenti, hogy szerencsés esetben gyorsabban is képesek kilábalni abból.

Ez a felismerés abból a szempontból is nagy jelentőséggel bír, hogy szükséges-e kizárni a későbbi vizsgálataim során azokat a vállalkozásokat, akik a legeladósodottabb klaszterekbe, az 5. és a 6. tőkeszerkezeti klaszterbe tartoznak. Megállapításaim alapján arra a következtetésre jutottam, hogy *a kizárás nem indokolt*, hiszen egy kkv adott évben tapasztalt tökehiánya (vagy éppen jelentős tökeereje) nem jelenti azt, hogy ez az állapot tartósan fenn is marad.

5.2.3. Háttérváltozók a tőkeszerkezeti klaszterek tükrében

A tőkeszerkezeti klaszterek megoszlását az egyes háttérváltozók szerint a *11. számú melléklet* foglalja össze.

Az egyes gazdálkodási éveket összehasonlítva megállapítható, hogy 2008-tól 2011-ig a 2. klaszter aránya stagnál, míg a 6., azaz az alacsony saját tőkés vállalkozások aránya folyamatosan növekszik. Az összes többi klaszter aránya csökken. Tehát megállapítható, hogy a vizsgált gazdálkodási években a kkv-szektor tökeereje folyamatosan csökkent.

A foglalkoztatotti létszám szerinti *kkv-besorolás* esetén az tapasztalható, hogy a mikrovállalkozások esetén az 1. és a 6. klaszter dominál, míg a kis- és közepes méretűek esetén a 3. klaszter a jellemző. A vállalatméret növekedésével a 2. és 4. klaszter aránya is folyamatosan növekszik, tehát megállapíthatjuk, hogy a szállítói finanszírozás szerepe a vállalatméret növekedésével egyre inkább előtérbe kerül.

A *regionális összehasonlításból* láthatjuk, hogy az Észak-alföldi régióban a legmagasabb a magas saját tőkés vállalkozások aránya és legalacsonyabb az alacsony saját tőkés cégeké. Magas eladósodottság leginkább a Dél-Dunántúlon és Nyugat-Dunántúlon jellemző. A 4. klaszter, vagyis az alacsony saját tőke és a szállítói finanszírozás együttese, a Dél-Alföldön és Közép-Magyarországon jellemző leginkább. A 6. klaszter aránya a Közép-magyarországi régióban a legmagasabb.

A *11. számú melléklet* alapján *TEÁOR* főcsoportonként vizsgálva az egyes klaszterek előfordulását, már sokkal változatosabb képet kapunk. Szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás tevékenységek esetén fordul elő legritkábban az 1. és leggyakrabban a 6. klaszter.

Alacsony a magas saját tőkéből finanszírozott vállalkozások aránya a következő tevékenységek esetén: szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás, kereskedelem és gépjárműjavítás, villamosenergia-, gáz-, gőzellátás, szállítás és raktározás. A következő tevékenységek esetén magas a magas saját tőkéből finanszírozott cégek aránya: pénzügyi és biztosítási tevékenység, humán-egészségügyi ellátás és oktatás.

Alacsony az alacsony saját tőkéből finanszírozott vállalkozások aránya a következő tevékenységek esetén: humán-egészségügyi ellátás és vízellátás, szennyvízkezelés, hulladékgazdálkodás. Magas az alacsony saját tőkéből finanszírozott cégek aránya a következő tevékenységek esetén: szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás, egyéb szolgáltatások.

A magas szállítói arány, vagyis a 2. és 4. klaszter leginkább a közművek esetén jellemző, azaz a villamosenergia-, gáz-, gőzellátás és a vízellátás, szennyvízkezelés, hulladékgazdálkodás tevékenységek esetén.

A hosszú lejáratú kötelezettségek magas aránya az ingatlanügyletek és a villamosenergia-, gáz-, gőzellátás tevékenységek esetén fordul elő leggyakrabban.

A *gazdálkodási formát* vizsgálva megállapítható, hogy az önálló jogi személyiségű vállalkozások esetén közel fele olyan gyakran fordul elő a 6. klaszter, mint a jogi személyiség nélkülieknél. Az 1. klaszter aránya is kisebb, míg az összes többi klaszterbe arányaiban több cég tartozik.

5.2.4. Tevékenységi klaszterek

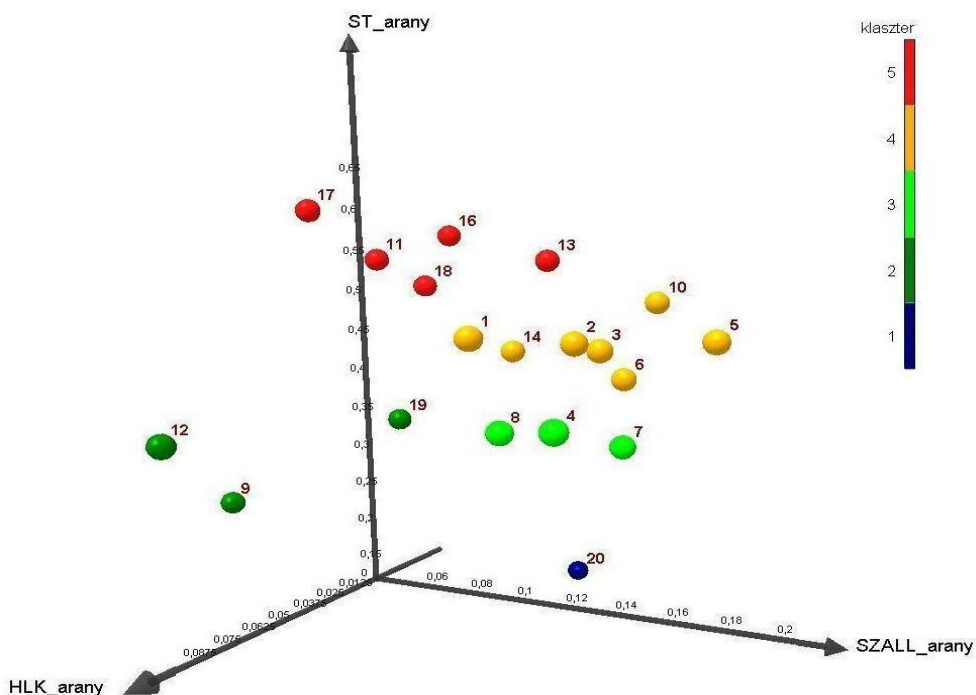
A tőkeszerkezeti klaszterek megoszlása a TEÁOR főcsoportok szerint vizsgálva nagyon széles skálán mozog. Ezért indokoltnak láttam, hogy a *tevékenységeket átlagos tőkeszerkezeti mutatóik* alapján csoportokba soroljam.

K-közép klaszterezés módszerével az XLSTAT Excel bővítmény segítségével az alábbi 5 klasztert alakítottam ki:

- 1. klaszter: háztartás munkaadói tevékenysége (20)
- 2. klaszter: szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás (9), ingatlanügyletek (12), egyéb szolgáltatás (19);
- 3. klaszter: villamosenergia-, gáz-, gőzellátás (4), kereskedelem, gépjárműjavítás (7), szállítás, raktározás (8);
- 4. klaszter: mezőgazdaság, erdőgazdálkodás, halászat (1), bányászat, kőfejtés (2), feldolgozóipar (3), vízellátás, szennyvízkezelés, hulladékgazdálkodás (5), építőipar (6), információ, kommunikáció (10), adminisztratív tevékenység (14);
- 5. klaszter: pénzügyi és biztosítási tevékenység (11), szakmai, tudományos, műszaki tevékenység (13), oktatás (16), humán-egészségügyi ellátás (17), művészet és szórakoztatás (18).

Az 1. klasztert alacsony saját tőke arány jellemzi. A 2.-ban a közepes saját tőke mellett a hosszú lejáratú kötelezettségek kapnak fontos szerepet. A 3.-ban a közepes saját tőke mellett a hosszú lejáratú kötelezettségek szerepe

csökken és magas szállítói arány jellemző. A 4.-ben a saját tőke magasabb aránya mellett, a hosszú lejáratú kötelezettségek és a szállítók arányának alacsonyabb szintje jellemző. Az 5.-ben az eladósodottsági mutató átlagos nagysága nulla. A magas saját tőke arány mellett a szállítók alacsony aránya jellemző. A tevékenységi klasztereket a tőkeszerkezeti mutatók függvényében a 11. ábra szemlélteti.



11. ábra: Tevékenységi klaszterek

Forrás: saját szerkesztés

5.2.5. Háttérváltozók varianciaanalízise

Varianciaanalízis (ANOVA) segítségével bizonyítottam, hogy az adatbázisban szereplő háttérváltozóknak van-e szignifikáns hatása a magyar kkv-k tőkeszerkezeti mutatóira. 5%-os szignifikanciaszint mellett egyedül a gazdálkodási évek szerint nincs különbség a saját tőke arányban, az összes többi esetben az ANOVA szignifikáns eredményt mutatott.

A 6. táblázat foglalja össze a vizsgált háttérváltozókat és számításuk módját, elnevezésüket az adatbázisban és a varianciaanalízis eredményét.

6. táblázat: Háttérváltozók szignifikanciájának tesztelése

Háttérváltozók	Számítás módja	Kód	Varianciaanalízis szignifikanciája		
			Eladósodottsági mutató	Saját tőke arány	Szállítók aránya
Gazdálkodási év	adatbázisból: 2008-2011	datum	0,000	0,064	0,000
Kkv-besorolás	foglalkoztatotti létszámból: 1-3	kkv	0,000	0,000	0,000
Regionális besorolás	adatbázisból: 71-77	regio	0,000	0,000	0,000
TEÁOR besorolás	klaszterezés alapján: 1,2,3,4,5	teaor_uj	0,000	0,000	0,000
Gazdálkodási forma	gazdálkodási formából: 0,1	gaf_uj	0,000	0,000	0,000

Forrás: saját szerkesztés

Az elvégzett vizsgálatokat Tukey-féle post hoc analízissel egészítettem ki, amely lehetővé tette a csoportok páronkénti összehasonlítását is. A Tukey-féle homogenitásvizsgálat a csoportok átlagos tőkeszerkezeti mutatóiból homogén csoportokat képez, ami által láthatóvá válnak a hasonlóságok és különbségek.

A homogenitásvizsgálat eredményeként megállapítható, hogy 2008-tól 2011-ig mind az átlagos eladósodottsági mutató, mind az átlagos szállítói aránya folyamatosan csökkent, és az egyes *gazdálkodási évek* szignifikánsan különböznek egymástól a mutatók tekintetében.

A *kkv-besorolás* tekintetében arra a megállapításra jutottam, hogy a foglalkoztatotti létszám növekedésével szignifikánsan csökken a saját tőke arány és szignifikánsan nő a szállítók aránya. A hosszú lejáratú kötelezettségek tekintetében a mikrovállalkozások esetén tapasztalható szignifikánsan alacsonyabb átlagos érték.

A *régiók* esetén megállapítható, hogy az Észak-magyarországi, a Közép-dunántúli és a Dél-dunántúli régió átlagos saját tőke aránya nem különbözik egymástól. Ezekhez viszonyítva szignifikánsan magasabb a saját tőke arány az Észak-Alföldön, míg szignifikánsan alacsonyabb az összes többi régióban. Az eladósodottság tekintetében a legalacsonyabb átlaggal a Közép-magyarországi régió bír, míg a legmagasabbal Nyugat-Magyarország. Szignifikánsan a legmagasabb a szállítók aránya az Észak-Alföldön és a Dél-Alföldön, átlagos értékük meghaladja a 15%-ot.

A *tevékenységi klaszterek* elsősorban a saját tőke arány tekintetében különböznek, az 1. klaszter szignifikánsan alacsonyabb saját tőke értékkel bír az összes többihez képest. Az eladósodottsági mutató esetén az 1. és a 2. különbözik szignifikánsan, míg az átlagos szállítói arány az egyes klaszterek között nagy szórást mutat.

A jogi személyiség nélküli gazdasági társaságok mindhárom tőkeszerkezeti mutató esetén szignifikánsan alacsonyabb átlagos értékkel bírnak a jogi személyiségűekhez képest.

5.2.6. Determinánsok mutatói a tőkeszerkezeti klaszterekben

A háttérváltozókat követően az egyes tőkeszerkezetet befolyásoló tényezők szempontjából vizsgáltam meg a tőkeszerkezeti klasztereket. A determinánsok dobozdiagramjait a *12. számú melléklet* tartalmazza.

Az *eszközök összetételét* jellemző mutatószámok esetén megállapítható, hogy a befektetett eszközök és a tárgyi eszközök aránya mutató együtt mozog az egyes klaszterekben, és értékük abban a klaszterben a legmagasabb, ahol a magas eladósodottság jellemző. Ez magyarázható azzal, hogy ezek az eszközök fedezetként szolgálhatnak a hitelfelvétel során. A készletek aránya mutató átlagos értéke az első klaszterben a legalacsonyabb, és minél inkább csökken a klaszterekben a saját tőke aránya,

annál nagyobb átlagos értéket vesz fel. Ez a jelenség eladatlan készletek felhalmozódását vagy a készletek idegen forrásból való finanszírozását is jelentheti. A fix eszközök aránya mutató az eszközök fedezetképességének szerepét erősíti meg, hiszen értéke szintén az 5. klaszterben magas, ahol a magasabb eladósodottság jellemző.

Az árbevétel, a foglalkoztatotti létszám vagy a mérlegfőösszeg természetes alapú logaritmusaként definiált *vállalatméret* esetén az tapasztalható, hogy a kisebb cégek elsősorban az első és az utolsó klaszterben találhatóak, míg a legnagyobbak a 4.-ben, ahol az alacsony saját tőke mellett a szállítói finanszírozás magas aránya jellemző.

A *jövedelmezőségi mutatókat* vizsgálva megállapíthatjuk, hogy az eszközarányos mutatók esetén a legnagyobb átlagos érték az 1. klaszterben tapasztalható, és a saját tőke átlagos arányának csökkenésével az átlagos jövedelmezőség is folyamatosan csökken, mígnem az utolsó két klaszterben negatívvá válik. A saját tőke arányos mutatók az 5. klaszter kivételével pozitív átlagos eredménnyel bírnak. Míg az átlagos árbevétel arányos mutatók épp ebben a klaszterben a legmagasabbak, vagyis ahol a hosszú lejáratú kötelezettségek a leginkább jellemzőek.

Az *átlagos adóterhelés* a 4. klaszterben a legmagasabb, míg az utolsóban a legalacsonyabb. A magasabb átlagos elszámolt *amortizáció* az első és az utolsó klaszterre jellemző. Az igénybe vett *kedvezmények* átlagos nagysága a 3. a 4. és az 5. klaszterben a legmagasabb.

A *likviditási mutatókat* vizsgálva elmondható, hogy a legnagyobb likviditás a magas saját tőkével vagy magas eladósodottsággal működő klasztereket jellemzi. Ez egyszerűen azzal magyarázható, hogy a vállalkozások rövid lejáratú kötelezettségeinek állománya viszonylag alacsony.

A *tulajdonosi szerkezet* tekintetében megállapítható, hogy ott a legnagyobb az eladósodottság, ahol a legnagyobb a külföldi tulajdon átlagos aránya, és a külföldi tulajdon szerepének növekedésével párhuzamosan a saját tőke aránya csökken. Az állami és önkormányzati tulajdon magasabb aránya pedig azokra a klaszterekre igaz, ahol a szállítói finanszírozás aránya magasabb.

A különböző jellemzőkhöz viszonyított *beruházási hajlandóságot* mérő mutatószámok rendkívül változatos képet mutatnak, de mindhárom esetén megállapítható, hogy az 5. klaszterben legnagyobb az átlagos értékük.

Az *eszközigenyességi mutató* átlaga az első és az utolsó klaszterben a legmagasabb. Nagyobb *munkaigenyesség* az 1., a 3. és a 6. klaszterre jellemző. A *termékegyediség* mutatója viszont az utolsó két klaszterben veszi fel a legnagyobb átlagos értéket.

A mérlegfőösszeghez viszonyított *export árbevétel* mutató az utolsó klaszterben mutatja a legnagyobb átlagos értéket, vagyis ahol a saját tőke legalacsonyabb aránya jellemző. Az összes árbevételhez viszonyított export árbevétel átlaga a 4. klaszterben a legmagasabb, ahol az alacsony saját tőke mellett a szállítói finanszírozás is jelentős szerephez jut.

A *piaci pozíció* mutatószám a várakozásoknak megfelelően abban a klaszterben mutatja a legnagyobb átlagos értéket, ahol a szállítói finanszírozás szerepe előtérbe kerül. De azokban a klaszterekben is pozitív az átlagos értéke, ahol a saját tőke szerepe háttérbe szorul.

5.2.7. Determinánsok tesztelése

A meghatározó tényezőket elsőként varianciaanalízis segítségével vizsgáltam. A szignifikáns eredmény azt jelenti, hogy szignifikáns különbség van az adott mutatószám tekintetében az egyes tőkeszerkezeti klaszterek között. Az ANOVA tesztek eredményét a 7. táblázat szemlélteti.

7. táblázat: ANOVA tesztek és egytényezős regressziók

Tőkeszerkezetet befolyásoló tényezők és mutatószámaik		Variancia-analízis (ANOVA) szignifikanciája	Egytényezős lineáris regresszió eredménye (p<0,05)		
			HLK_ arany	ST_ arany	SZALL_ arany
Eszközök összetétele	Befektetett eszközök aránya	0,000	igen	igen	igen
	Tárgyi eszközök aránya	0,000	igen	igen	igen
	Készletek aránya	0,000	igen	igen	igen
	Fix eszközök aránya	0,000	igen	igen	igen
Vállalat-méret	Árbevétel logaritmusa	0,000	igen	igen	igen
	Eszközök logaritmusa	0,000	igen	igen	igen
	Foglalk. számának logaritmusa	0,000	igen	igen	igen
Jövedelmezőség	Eszközarányos eredmény (ROA) I.	0,000	nem	igen	igen
	Eszközarányos eredmény (ROA) II.	0,000	nem	igen	igen
	Saját tőke arányos eredmény (ROE) I.	0,435	nem	nem	nem
	Saját tőke arányos eredmény (ROE) II.	0,394	nem	nem	nem
	Árbevételarányos eredmény (ROS) I.	0,004	nem	igen	nem
	Árbevételarányos eredmény (ROS) II.	0,004	nem	igen	nem
Adózás	Adóterhelés	0,000	igen	igen	igen
	Amortizációból eredő adó-megtakarítás	0,001	nem	nem	igen
	Kedvezményekből eredő adó-megtakarítás	0,000	igen	nem	igen

Tőkeszerkezetet befolyásoló tényezők és mutatószámaik		Variancia-analízis (ANOVA) szignifikanciája	Egytényezős lineáris regresszió eredménye (p<0,05)		
			HLK_ arany	ST_ arany	SZALL_ arany
Likviditás	Likviditási ráta	0,247	nem	igen	nem
	Likviditási gyorsráta	0,246	nem	igen	nem
	Pénzhányad	0,000	igen	igen	igen
Beruházási hajlandóság	Eszközarányos beruházás	0,436	nem	nem	nem
	Saját tőke arányos beruházás	0,000	igen	igen	nem
	Árbevétel arányos beruházás	0,001	igen	igen	nem
Tulajdonosi szerkezet	Külföldi tulajdon aránya	0,000	igen	igen	igen
	Állami tulajdon aránya	0,000	nem	igen	igen
	Önkormányzati tulajdon aránya	0,000	nem	igen	igen
	Állami és önkormányzati tulajdon aránya	0,000	nem	igen	igen
Eszköz-igényesség	Eszközarányos árbevétel	0,793	nem	nem	nem
Munka-igényesség	Személyi jellegű ráfordítások aránya	0,000	igen	igen	igen
Termék-egyediség	Termékegyediség	0,000	nem	igen	igen
Export-orientáltság	Eszközarányos export	0,754	nem	nem	nem
	Export árbevétel aránya	0,000	igen	nem	igen
Piaci pozíció	Piaci pozíció	0,000	nem	igen	igen

Forrás: saját szerkesztés

A varianciaanalízis eredményeként megállapítható, hogy nincs szignifikáns különbség az egyes tőkeszerkezeti klaszterek között a saját tőke arányos eredmény mutatók, a likviditási ráta és a likviditási gyorsráta, eszközarányos beruházás, eszközarányos árbevétel és az eszközarányos export mutatószámok esetén. Ezek közül a legtöbb mutatószám meghatározó tényezőjének nem egyetlen jelzőszáma. Viszont az *eszközigenyesség*, mint a magyar kkv-k tőkeszerkezetét befolyásoló tényező *hatását elvethetjük*.

A mutatószámokat a következő lépésként *egytényezős lineáris regresszióval* vizsgáltam, ahol függő változóként az egyes tőkeszerkezeti mutatókat, független változóként pedig az egyes mutatószámokat definiáltam. A 7. táblázatban foglaltam össze az így kapott eredményeket, vagyis azt, hogy az egytényezős regressziós modellek 95%-os konfidenciaszint mellett szignifikánsak-e.

Látható, hogy a legtöbb tényező vagy a saját tőke arányra vagy a szállítók aránya mutatókra van hatással. A továbbiakban az egytényezős regressziók eredményeként szignifikánsnak bizonyult determinánsokat vizsgálok többtényezős lineáris regressziós modellek segítségével.

5.2.8. Többtényezős regressziós modellek

A többtényezős regressziós modellek független változóinak meghatározása során az azonos determinánst képviselő mutatószámok közül azok alkalmazását helyeztem előtérbe, amelyek növelték a modellek magyarázó erejét, és amelyek mellett a többi változó szignifikanciája javult.

Az eszközök összetételét két mutatószámmal jellemeztem, a tárgyi eszközök arányával (TE_arany) és a készletek arányával (KESZL_arany). A vállalatméret definiálására az összes eszköz természetes alapú logaritmusát (LN_MFO), a jövedelmezőség mérésére a ROA I. mutató (AEEperMFO), a likviditásra pedig a pénzhányad mutató (PEperRLK) bizonyult a legjobbnak.

Vizsgálataim során bebizonyosodott, hogy az állami és az önkormányzati tulajdon előzetes feltételezéseimmel ellentétben eltérő módon befolyásolja a magyar kkv-k tőkeszerkezetét, ezért a két arány összegét jelképező *állami és önkormányzati tulajdon aránya mutató (ALLONKperJT) használatát elvetettem.*

A beruházási hajlandóság mérésénél a saját tőke arányos beruházás (BERperST), míg az exportorientáció esetén csak az exportárbevétel összes árbevételhez viszonyított nagysága (EXPperARB) bizonyult szignifikánsnak.

5.2.8.1. Az eladósodottsági mutatót befolyásoló tényezők

Az eladósodottsági mutató többtényezős lineáris regressziójának SPSS outputját a 8. táblázat szemlélteti.

A háttérváltozók esetén ellentmondások tapasztalhatóak a Tukey-féle homogenitásvizsgálat eredményeihez képest.

A *dátum változó* esetén az eredmény megegyezik a homogenitásvizsgálat eredményével, vagyis 2008-tól 2011-ig évről évre szignifikánsan csökkent az eladósodottság a magyar kkv-szektorban.

A foglalkoztatottak száma alapján definiált *kkv-besorolás* a homogenitásvizsgálattal ellentétben negatív együtthatót kapott, vagyis a mikrovállalkozásokat nagyobb eladósodottság jellemzi, mint kis- és közepes méretűeket.

A *TEÁOR-klaszterek* tekintetében megállapítható, hogy a klaszterek rangjának növekedésével az eladósodottság csökken. Tehát a legkisebb eladósodottsággal működő tevékenységek közé tartozik például az oktatás, míg magasabb eladósodottság jellemzi a szálláshely-szolgáltatókat és a vendéglátókat.

A *gazdálkodási forma* esetén tapasztalható negatív együttható is ellentmond a homogenitásvizsgálat eredményének. A regresszió

eredményeként az állapítható meg, hogy a jogi személyiség nélküli gazdasági társaságokat nagyobb hosszú lejáratú kötelezettség arány jellemzi.

Az *eszközök összetételét* jellemző mutatószámok a várakozásoknak megfelelően szignifikáns pozitív eredményt hoztak, vagyis a nagyobb tárgyi eszköz és készlet arány nagyobb eladósodottsággal jár együtt.

A *vállalati méret* együttthatója szintén a várt pozitív előjelet kapva, azaz a vállalati méret növekedésével az eladósodottság nő.

Az *adóteher* esetén az tapasztalható, hogy annak növekedésére a vállalatok nagyobb eladósodottsággal reagálnak. A *kedvezmények* igénybevétele, mint adómegetakarítási eszköz is nagyobb szerepet kap a nagyobb hosszú lejáratú kötelezettség aránnyal működő cégek esetén.

A *pénzhányad* mutató is pozitív előjelet kapott, ami azt jelzi, hogy nagyobb likviditás jellemzi a nagyobb hosszú lejáratú kötelezettség aránnyal rendelkező vállalkozásokat.

A *beruházási hajlandóság* saját tőke arányos beruházás mutatója igazolta a várt pozitív kapcsolatot, azaz a nagyobb beruházási hajlandósággal rendelkező cégeket magasabb eladósodottsági mutató jellemzi.

A *külföldi tulajdon* esetén a prognosztizált pozitív kapcsolatot erősíti meg a regresszió, vagyis a nagyobb külföldi tulajdon nagyobb eladósodottsággal jár együtt. Az *állami és önkormányzati tulajdon* az eladósodottság tekintetében nem hozott szignifikáns eredményt.

A *munkaigényesebb* tevékenységet folytató vállalkozásokat – vagyis ahol a személyi jellegű ráfordítások aránya magas az összes ráfordításhoz viszonyítva – alacsonyabb tőkeáttétel jellemzi. Ez az eredmény megfelel az előzetes feltevésnek.

Az *exportorientáció* mutatószáma a regresszióanalízis eredménye alapján szignifikáns negatív koefficienszt kapott. Ez azt jelenti, hogy azok a vállalkozások, akik árbevételük jelentősebb hányadát export tevékenységük

révén érik el, jellemzően alacsonyabb eladósodottsággal működnek, mint a külföldi piac felé kevésbé nyitó versenytársaik.

A bemutatott modell a varianciaanalízis F-próbája alapján szignifikáns, de a modell R négyzet értéke csupán 0,117.

8. táblázat: Az eladósodottsági mutató lineáris regressziója

Koefficiensek ^a					
Modell	Nem standardizált Koefficiensek		Standardizált Koefficiensek	t	Szignifikancia
	B	Standard hiba	Béta		
(Konstans)	7,751	,316		24,560	,000
datum	-,004	,000	-,025	-24,920	,000
kkv	-,027	,001	-,057	-50,465	,000
regio	,001	,000	,012	11,826	,000
teor_uj	-,006	,000	-,033	-30,053	,000
gaf_uj	,003	,000	,007	6,441	,000
TE_arany	,135	,001	,242	215,933	,000
KESZL_arany	,061	,001	,089	80,783	,000
LN_MFO	,012	,000	,169	127,285	,000
ADOperAEE	,000	,000	,003	2,943	,003
KEDVperAEE	,006	,001	,005	4,532	,000
PEperRLK	4,574E-7	,000	,003	2,920	,003
BERperST	,000	,000	,015	14,455	,000
KULTULperJT	,026	,001	,036	34,352	,000
SZJRperRAF	-,016	,001	-,021	-20,577	,000
EXPperARB	-,006	,001	-,005	-4,538	,000

a. Független változó: HLK_arany

Forrás: SPSS output

5.2.8.2. A saját tőke arányt befolyásoló tényezők

A saját tőke arány mutató többtényezős lineáris regressziójának SPSS outputját a 9. táblázat tartalmazza.

A háttérváltozók esetén a Tukey-féle homogenitásvizsgálat eredményével összhangban megállapíthatjuk, hogy negatív kapcsolat áll fenn a dátum, a *kkv-besorolás* és a *gazdálkodási forma* esetén. Ez azt jelenti, hogy a vállalkozások saját tőke aránya 2008-tól 2011-ig évről évre szignifikánsan csökkent. A foglalkoztatotti létszám növekedésével a saját tőke szerepe egyre inkább csökken. A jogi személyiség nélküli gazdasági társaságok szignifikánsan alacsonyabb saját tőke aránnyal működnek, mint a jogi személyiségűek.

A *TEÁOR-klaszterek* esetén a kapcsolat szignifikánsan pozitív. A tevékenységek esetén tehát megállapíthatjuk, hogy minél magasabb rangú klaszterbe tartozik egy adott vállalkozás, annál nagyobb saját tőke aránnyal rendelkezik. Így például a legmagasabb saját tőke aránnyal rendelkező tevékenységek a pénzügyi, biztosítási tevékenység, a szakmai, tudományos tevékenység vagy az oktatás.

Az *eszközök összetételét* képviselő mutatószámok szignifikáns negatív eredményt hoztak, ami azt jelenti, hogy nagyobb arányuk a saját tőke arányára negatívan hat.

A *vállalatméret* koefficiense azt igazolja, hogy a nagyobb vállalatok nagyobb saját tőke aránnyal működnek.

A *jövedelmezőségi mutatóra* szignifikáns pozitív kapcsolatot kaptam, tehát a jövedelmezőbb tevékenység nagyobb saját tőke aránnyal társul.

Az *adóteher* esetén megállapítható, hogy nagyobb adóterhelés a nagyobb saját tőke aránnyal rendelkező vállalkozások esetén érvényesül.

A *likviditási mutató* a jövedelmezőséghez hasonlóan szignifikáns pozitív eredményt hozott.

A beruházási hajlandóság mutatója negatív standardizált együtthatót eredményezett, ami azt jelenti, hogy a nagyobb beruházási arány kisebb saját tőke arányt feltételez.

9. táblázat: A saját tőke arány mutató lineáris regressziója

Modell	Nem standardizált		Standardizált	t	Szignifika-
	Koefficiensek		Koefficiensek		
	B	Standard hiba	Béta		
(Konstans)	3,729	,652		5,721	,000
datum	-,002	,000	-,006	-6,383	,000
kkv	-,072	,001	-,075	-65,734	,000
regio	,009	,000	,055	54,003	,000
teor_uj	,047	,000	,132	121,745	,000
gaf_uj	-,049	,001	-,066	-56,862	,000
TE_arany	-,215	,001	-,187	-166,610	,000
KESZL_arany	-,332	,002	-,232	-211,500	,000
LN_MFO	,028	,000	,186	140,345	,000
AEEperMFO	1,363E-5	,000	,008	7,555	,000
ADOperAEE	,002	,000	,005	5,296	,000
PEperRLK	2,352E-6	,000	,007	7,270	,000
BERperST	,000	,000	-,009	-9,224	,000
KULTULperJT	-,115	,002	-,077	-72,950	,000
ALLTULperJT	,024	,009	,003	2,795	,005
ONKTULperJT	-,016	,005	-,003	-2,934	,003
SZJRperRAF	-,043	,002	-,027	-26,622	,000
RAFperARB	-1,646E-5	,000	-,005	-5,405	,000
EXPperARB	-,039	,003	-,015	-14,267	,000
PIACIPOZ	-1,118E-5	,000	-,003	-2,770	,006

a. Fügő változó: ST_arany

Forrás: SPSS output

A *tulajdonosi szerkezetet* vizsgálva látható, hogy a külföldi tulajdon nagyobb aránya a saját tőke alacsonyabb arányával jár együtt. Az *állami és az önkormányzati tulajdon* szerepe pedig egymáshoz képest ellentétes eredményt hozott. Míg az állami tulajdon magasabb aránya a saját tőke magasabb arányával, addig az önkormányzati tulajdon magasabb aránya a saját tőke alacsonyabb arányával jár együtt.

A *munkaigényesség* negatív koefficiense azt mutatja, hogy a munkaigényesebb tevékenységek tőkeszerkezetét alacsonyabb saját tőke arány jellemzi. A termékegyediség szintén szignifikáns negatív eredményt hozott.

Az *exportorientáció* tekintetében megfigyelhető, hogy a regresszióanalízis negatív kapcsolatot tárt fel az exportárbevétel aránya és a saját tőke arány között. Vagyis minél exportorientáltabb egy vállalkozás annál alacsonyabb saját tőke arány jellemzi.

A *piaci pozíció mutató* a várakozásoknak megfelelően szignifikáns negatív eredményt hozott. A piaci pozíció hatásának létjogosultsága tehát bizonyítható a saját tőke arány mutató tekintetében.

A bemutatott modell a varianciaanalízis F-próbája alapján szignifikáns, de a modell R négyzet értéke csupán 0,118.

5.2.8.3. A szállítók arányát befolyásoló tényezők

A szállítók aránya mutató többtényezős lineáris regressziójának SPSS outputját a 10. táblázat szemlélteti.

A homogenitásvizsgálat alapján tett megállapítással párhuzamban elmondható, hogy *2008-tól 2011-ig* a szállítók aránya évről évre folyamatosan csökkent, és a nagyobb *kkv-kategória* nagyobb szállítói finanszírozás igénybevételét eredményezi.

A *TEÁOR-klaszterek* kapcsán elmondható, hogy a klaszterek rangjának növekedésével a szállítók aránya nő. Így például a feldolgozóipart és az építőipart nagyobb szállítói arány jellemzi, mint a szálláshelyszolgáltatást és a vendéglátást.

A *gazdálkodási forma* esetén a homogenitásvizsgálattal párhuzamban megállapítható, hogy kisebb szállító arány jellemzi a jogi személyiség nélküli gazdasági társaságokat, mint a jogi személyiséggel rendelkezőket.

Az *eszközök összetétele* kapcsán megállapítható, hogy a nagyobb lekötött eszköz érték kisebb szállító aránnyal jár együtt, ami megfelel az előzetes feltételezésnek.

A *vállalati méret* szintén a várt eredményt hozta, vagyis a vállalati méret növekedésével a cégek mindinkább ki tudják használni a kereskedelmi hitel adta lehetőségeiket.

A *jövedelmezőség* kapcsán megállapítható, hogy a nagyobb jövedelmezőségű tevékenységet folytató cégek szállítói aránya alacsonyabb.

Az *adóterhelés* szignifikáns pozitív előjelet kapott, vagyis a nagyobb adóterhelés azokra a vállalkozásokra jellemző, ahol a kereskedelmi hitel nagyobb szerepet kap. Az *amortizáció* mint adómegetakarítási eszköz kapcsán a szállítók arányánál tártam fel először szignifikáns kapcsolatot. Az eredmény azt mutatja, hogy a több amortizációt elszámoló vállalkozások nagyobb szállítói aránnyal is bírnak. Habár az *igénybevett kedvezmények* aránya az egytényezős lineáris regresszió esetén szignifikáns kapcsolatot mutatott, a többtényezős regressziós modellben már nem bizonyult szignifikánsnak.

A *likviditás* esetén bizonyításra került a prognosztizált negatív kapcsolat, vagyis a nagyobb likviditás alacsonyabb szállítói arány mutatóval jár együtt.

10. táblázat: A szállítók aránya mutató lineáris regressziója

Koefficiensek^a

Modell	Nem standardizált Koefficiensek		Standardizált Koefficiensek	t	Szignifikancia
	B	Standard hiba	Béta		
(Konstans)	8,560	,461		18,558	,000
datum	-,004	,000	-,019	-19,101	,000
kkv	,037	,001	,054	47,994	,000
regio	,002	,000	,017	16,731	,000
teaor_uj	,007	,000	,027	24,944	,000
gaf_uj	-,032	,001	-,060	-52,396	,000
TE_arany	-,159	,001	-,192	-173,262	,000
KESZL_arany	-,050	,001	-,048	-44,726	,000
LN_MFO	,030	,000	,282	214,361	,000
AEEperMFO	-7,789E-6	,000	-,006	-3,070	,002
ADOperAEE	,003	,000	,011	10,664	,000
AMOperMFO	,000	,000	,006	2,965	,003
KEDVperAEE	-,002	,002	-,001	-,988	,323
PEperRLK	-1,222E-6	,000	-,005	-5,336	,000
KULTULperJT	-,069	,001	-,065	-62,039	,000
ALLTULperJT	-,015	,006	-,002	-2,405	,016
ONKTULperJT	,037	,004	,010	9,826	,000
SZJRperRAF	-,147	,001	-,131	-128,167	,000
RAFperARB	-1,167E-5	,000	-,005	-5,418	,000
EXPperARB	,049	,002	,027	25,476	,000
PIACIPOZ	9,836E-6	,000	,003	3,443	,001

a. Fügő változó: SZALL_arany

Forrás: SPSS output

A tulajdonosi szerkezet vizsgálta kapcsán megállapítható, hogy a külföldi tulajdon magasabb aránya kisebb szállítói aránnyal jár együtt.

Az állami és az önkormányzati tulajdon szerepe a szállítók aránya mutató esetén is eltérő eredményt mutat. Míg a nagyobb állami tulajdon kisebb szállítói arányt eredményez, addig az önkormányzati tulajdon növekedésével párhuzamosan a kereskedelmi hitel szerepe is felerősödik.

A *munkaigényesebb* tevékenységek esetén szignifikánsan alacsonyabb a szállítói finanszírozás igénybevétele.

A *termékegyediség* esetén a munkaigényességhez hasonlóan negatív kapcsolatot tapasztaltam.

Az *exportorientáció* esetén a pozitív kapcsolat bizonyított, vagyis a főként külföldi piacokra termelő vállalkozások szállítói állománya magasabb, mint a kizárólag belföldi piacokra termelő cégeké.

A *piaci pozíció* mutató a várt eredményt hozta, vagyis azoknál a kkv-knál, amelyeknél a szállítói állomány meghaladja a vevői követelések állományát, szignifikánsan magasabb a kereskedelmi hitel igénybevétele.

Az ismertetett modell a varianciaanalízis F-próbája alapján szignifikáns, de a modell R négyzet értéke csupán 0,136.

6. KÖVETKEZTETÉSEK

Az elvégzett vizsgálatok alapján megállapítható, hogy a vizsgált, 2008-tól 2011-ig terjedő időszakban a magyar kis- és középvállalkozások tőkeszerkezete az alábbiak szerint változott: csökkent a saját tőke és a hosszú lejáratú kötelezettségek aránya, és ezzel párhuzamosan a szállítói finanszírozás aránya is csökkent az összes kötelezettséghez viszonyítva.

A 2010-es év háttérváltozóit alapul véve elvégzett vizsgálatok alapján a **háttérváltozók** kapcsán az alábbi következtetések vonom le:

- A *kkv-besorolás* kapcsán kapott eredményekből megállapítható, hogy a mikrovállalkozások nagyobb saját tőke és kisebb szállítói kötelezettség aránnyal működnek, mint kis- és közepes méretű versenytársaik. Ez a tény továbbra is azt igazolja, hogy a mikrovállalkozások forrásszerzési lehetőségei még mindig beszűkültek, többségük nem hitelképes, illetve a bankok által számukra kínált termékek költségeit nem képesek kitermelni.
- Az előzőleg bemutatott vizsgálati módszerekkel mindhárom vizsgált tőkeszerkezeti mutatószám esetén arra az eredményre jutottam, hogy a *területi elhelyezkedésnek* – vizsgálataimban a regionális elhelyezkedésnek – szignifikáns a hatása a vállalkozások tőkeszerkezetére.
- Az egyes TEÁOR főcsoportok átlagos tőkeszerkezeti mutatói alapján létrehozott klasztereken keresztül arra a megállapításra jutottam, hogy a *tevékenységek* jelentősen befolyásolják a magyar kkv-k tőkeszerkezetét, és az egyes klaszterekben szignifikánsan különböző finanszírozási minták azonosíthatóak.

- A jogi személyiség nélküli gazdasági társaságok szignifikánsan kisebb saját tőke és szállítói kötelezettség aránnyal működnek, míg eladósodottságuk magasabb, mint az önálló jogi személyiséggel rendelkező gazdasági társaságoknak.

A determinánsok kapcsán levont következtetéseimet a *3. fejezetben* megfogalmazott hipotézisek szerint foglalom össze. A megállapítások követhetőségét megkönnyítendő a *11. táblázatban* összefoglalom a lineáris regressziós modellek eredményeit a determinánsok kapcsán. Az egyes koefficiensek alatt zárójelben az együtthatók szignifikanciája látható.

11. táblázat: A regressziós modellek eredményeinek összefoglalása

Függő változók		Eladósodottsági mutató	Saját tőke arány	Szállítók aránya
Független változók		HLK_arany	ST_arany	SZALL_arany
(1/a) Eszközök összetétele	Tárgyi eszközök aránya (TE_arany)	0,135 (0,000)	-0,215 (0,000)	-0,159 (0,000)
	Készletek aránya (KESZL_arany)	0,061 (0,000)	-0,332 (0,000)	-0,050 (0,000)
(1/b) Vállalati méret	Eszközök logaritmus (LN_MFO)	0,012 (0,000)	0,028 (0,000)	0,030 (0,000)
(1/c) Jövedelmezőség	Eszközarányos eredmény (ROA) I. (AEE_MFO)	-	1,363E-5 (0,000)	-7,789E-6 (0,002)
(1/d) Adózás	Adóterhelés (ADOperAEE)	0,000 (0,003)	0,002 (0,000)	0,003 (0,000)
	Amortizációból eredő adó megtakarítás (AMOperMFO)	-	-	0,000 (0,003)
	Kedvezményekből eredő adó megtakarítás (KEDVperAEE)	0,006 (0,000)	-	-0,002 (0,323)
(1/e) Likviditás	Pénzhányad (PEperRLK)	4,574E-7 (0,003)	2,352E-6 (0,000)	-1,222E-6 (0,000)

Függő változók		Eladósodottsági mutató	Saját tőke arány	Szállítók aránya
Független változók		HLK arany	ST arany	SZALL arany
(1/f) Beruházási hajlandóság	Saját tőke arányos beruházás (BERperST)	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	-
(2) Tulajdonosi szerkezet	(2/a) Külföldi tulajdon aránya (KULTULperJT)	0,026 (0,000)	-0,115 (0,000)	-0,069 (0,000)
	(2/b) Állami tulajdon aránya (ALLTULperJT)	-	0,024 (0,005)	-0,015 (0,016)
	(2/b) Önkormányzati tulajdon aránya (ONKTULperJT)	-	-0,016 (0,003)	0,037 (0,000)
(3/a) Eszköz-igényesség	Eszközarányos árbevétel (ARBperMFO)	-	-	-
(3/b) Munka-igényesség	Személyi jellegű ráfordítások aránya (SZJRperRAF)	-0,016 (0,000)	-0,043 (0,000)	-0,147 (0,000)
(3/c) Termék-egyesítés	Termékegyediség (RAFperARB)	-	-1,646E-5 (0,000)	-1,167E-5 (0,000)
(4/a) Export-orientáltság	Export árbevétel aránya (EXPperARB)	-0,006 (0,000)	-0,039 (0,000)	0,049 (0,000)
(4/b) Piaci pozíció	Piaci pozíció (PIACIPOZ)	-	-1,118E-5 (0,006)	9,836E-6 (0,001)
R		0,342	0,344	0,369
R ²		0,117	0,118	0,136
F-statisztika		7638,055	6130,544	6846,066
F szignifikanciája		0,000	0,000	0,000
Összes megfigyelés		866 636	866 636	866 636

Forrás: saját szerkesztés

A **tőkeszerkezetet befolyásoló tényezők** és az azokhoz rendelt mutatószámok kapcsán az alábbi megállapításokat teszem:

H1 hipotézishez kapcsolódó megállapítások:

- Az *eszközök összetétele* kapcsán kapott eredményeim számos hazai és nemzetközi, főként kkv-mintákon végzett empirikus vizsgálatok eredményével párhuzamba vonhatóak (lásd: 3. számú melléklet). Számításokkal bizonyítottam, hogy az eszközök fedezetképességének jelentős szerepe van a kkv-k finanszírozásában, de a nagyobb lekötött eszköz arány csak a tartós külső források arányára hat növelően, míg a szállítói kötelezettségek arányát csökkenti. *Az eszközök összetétele kapcsán megfogalmazott (1/a) hipotézisemet tehát igazoltnak tartom.*
- A *vállalati méret* vizsgálata esetén arra a következtetésre jutottam, hogy a nagyobb vállalkozásokat nagyobb eladósodottság és nagyobb szállítói kötelezettség arány jellemzi. Ez párhuzamba állítható számos korábbi empirikus kutatás eredményével (lásd: 1. számú melléklet). Ez azzal magyarázható, hogy a nagyobb vállalkozások könnyebben és jobb feltételekkel jutnak hitelhez és nagyobb piaci súlyuk révén sokkal inkább élhetnek hosszabb fizetési határidőkkel. Az eladósodottsági mutató és a szállítók aránya mutató kapcsán felállított hipotéziseimet tehát igazoltnak tartom, azonban a saját tőke arány esetén a regresszióanalízis várakozásaimmal ellentétben szintén pozitív kapcsolatot tárt fel. Ez az éven belüli hitelek és egyéb rövid lejáratú kötelezettségek arányának csökkenésével indokolható. *A vállalati méret kapcsán megfogalmazott (1/b) hipotézisemet tehát igazoltnak tartom.*
- A *jövedelmezőség* kapcsán az eladósodottsági mutató esetén a számítások alapján nem kaptam szignifikáns eredményt, viszont a saját tőke arány és a szállítók aránya mutatók esetén kapott eredmények a hierarchia elmélet érvényesülését támasztják alá. A nagyobb jövedelmezőségű tevékenységet folytató magyar cégek nagyobb saját tőke aránnyal működnek, kevésbé vesznek igénybe külső forrásokat (és

ha mégis, inkább rövid lejáratú hiteleket) és jó fizetési fegyelemmel rendelkeznek. Eredményeim párhuzamba állíthatók számos korábbi empirikus kutatás eredményével (lásd: 6. számú melléklet). *A jövedelmezőség kapcsán megfogalmazott (1/c) hipotézisemet tehát igazoltnak tartom.*

- Az *adóteher* esetén minden vizsgált tőkeszerkezeti mutató kapcsán pozitív kapcsolatot állapítottam meg, ami az eladósodottsági mutató esetén magyarázható a kamatokból eredő adó megtakarítás kihasználásával. Ez az eredmény inkább a nagyvállalati mintákon lefolytatott vizsgálatok esetén jellemző (lásd: 9. számú melléklet), de nem példa nélküli a kkv-minták esetén sem [pl. (Sogorb-Mira & López-Gracia, 2003)]. A szállítók arányának mutatójával kapott eredmény azzal magyarázható, hogy a nagyobb szállítói kötelezettség aránya a nagyobb vállalatok esetén jellemző és ezek szükségszerűen nagyobb adóterheléssel szembesülnek. *Az adóteher kapcsán megfogalmazott (1/d) hipotézisemet tehát igazoltnak tartom abból a szempontból, hogy a hatás érvényesül, de eredményeim részben ellentmondanak a korábbi nemzetközi vizsgálatok eredményeinek.*
- Az *amortizációból eredő adó megtakarítás* csak a szállítók aránya mutató esetén hozott szignifikáns eredményt. A szállítók arányával bizonyított pozitív kapcsolat azzal indokolható, hogy a nagyobb szállítói kötelezettség aránya a nagyobb vállalkozások esetén jellemző, amelyek nagyobb adóterheléssel szembesülnek, ezért könnyedén ki tudják használni a magasabb amortizáció elszámolása okozta adó megtakarítást. *Az adókedvezményekből eredő adó megtakarítás* esetén csupán az eladósodottsági mutató eredményezett szignifikáns kapcsolatot. Az eladósodottság növekedésével a vállalkozások egyre nagyobb arányban élnek az adókedvezmények és adómentességek lehetőségével. Ez azzal

magyarázható, hogy a nagyobb hosszú lejáratú kötelezettség arány a jó üzletmenetű, bankképes vállalkozásokra jellemző, amelyek nagyobb adóteherrel is szembesülnek, amelyet a kedvezmények révén csökkenteni tudnak. *A nem adósságjellegű adómegetakarítási eszközök kapcsán megfogalmazott (1/d) hipotézisemet tehát **igazoltnak** tartom abból a szempontból, hogy a hatás érvényesül, de eredményeim ellentmondanak a korábbi nemzetközi vizsgálatok eredményeinek.*

- *A likviditás kapcsán kapott eredményeim számos korábbi vizsgálat eredményével párhuzamba vonhatóak (lásd: 7. számú melléklet). Az eladósodottsági mutató és a likviditás közötti pozitív kapcsolatra vonatkozó hipotézisemet az elvégzett vizsgálatok alátámasztották. Igazolva ezzel azt a feltételezést, hogy a nagy likviditás a hitelképesség egyik fontos eleme. A szállítók aránya mutató esetén is igazolódott hipotézisem, miszerint a nagyobb likviditás jobb fizetési fegyelemmel jár együtt, tehát negatív a kapcsolat. A saját tőke arány esetén tapasztalt pozitív kapcsolat az éven belüli hitelek és egyéb rövid lejáratú kötelezettségek arányának csökkenésével indokolható. *A likviditás kapcsán megfogalmazott (1/e) hipotézisemet tehát **igazoltnak** tartom.**
- *A beruházási hajlandóság esetén igazolást nyert az a feltevés, miszerint a magyar kkv-knak jelentősebb beruházásaik végrehajtásához pótlólagos külső forrás bevonására van szükségük. Ennek értelmében elfogadom a saját tőke arányára vonatkozó negatív és a hosszú lejáratú kötelezettségek arányára feltételezett pozitív kapcsolatra vonatkozó hipotézisemet. Eredményeim egyeznek Bell & Vos (2009) kisvállalati mintán folytatott kutatásainak eredményeivel. *A beruházási hajlandóság kapcsán megfogalmazott (1/f) hipotézisemet tehát **igazoltnak** tartom.**

H1: A korábbi nemzetközi vizsgálatok során igazolt tőkeszerkezetet befolyásoló tényezők hatása a magyar kis- és középvállalkozások esetén is érvényesül.

Eredményeim alapján a **H1 hipotézist elfogadom**, azaz a korábban igazolt tényezők hatása a magyar kis- és középvállalkozások esetén is érvényesül. A vizsgált hat determinánsból öt (eszközök összetétele, vállalatméret, jövedelmezőség, likviditás, beruházási hajlandóság) hatása megfeleltethető a korábbi eredményeknek, míg az adózás hatása a korábban tapasztaltaktól eltérő eredményt hozott.

H2 hipotézishez kapcsolódó megállapítások:

- *A külföldi tulajdon aránya* kapcsán felállított valamennyi hipotézisemet igazolták az elvégzett vizsgálatok. Eredményeim párhuzamba vonhatóan Balla (2006b) magyar vállalati mintán végzett kutatásainak eredményeivel. A nagyobb külföldi tulajdonnal működtetett vállalkozások több és jobb finanszírozási lehetőséggel szembesülnek, ezért nagyobb eladósodottság jellemzi őket, így a saját tőke arány mutatójuk is jellemzően alacsonyabb. A szállítók arányával bizonyított negatív kapcsolat pedig a jobb fizetési fegyelmükről árulkodik. *A külföldi tulajdon kapcsán megfogalmazott (2/a) hipotézisemet igazoltnak tartom.*
- *Az állami és az önkormányzati tulajdon* szerepének vizsgálata kapcsán elsőként arra a megállapításra jutottam, hogy azok eltérő módon hatnak a magyar vállalkozások tőkeszerkezetére, ezért hiba lett volna őket egy mutatószámként kezelni.
- *Az állami tulajdon* kapcsán az a hipotézisem nyert bizonyítást, hogy a nagyobb állami tulajdon arány nagyobb saját tőke aránnyal jár együtt.

Bár az a hipotézisem, miszerint ezeknél a kkv-knál az eladósodottság mutató alacsonyabb lenne, nem hozott szignifikáns eredményt. A szállítók aránya mutató esetén feltételezésemmel éppen ellenkező eredményre jutottam, azaz a nagyobb állami tulajdonú vállalkozások alacsonyabb szállítói aránnyal, azaz jobb fizetési fegyelemmel rendelkeznek. Eredményeim éppen ellenkezőek, mint Krénusz (2007) eredményei, aki mind a hosszú lejáratú, mind a rövid lejáratú kötelezettségek esetén szignifikáns pozitív kapcsolatot bizonyított az állami tulajdon esetén.

- *Az önkormányzati tulajdon* kapcsán éppen ellenkező eredményekre jutottam, mint az állami tulajdon esetén. A nagyobb önkormányzati tulajdon kisebb saját tőke aránnyal jár együtt, bár az eladósodottsági mutató esetén a kapcsolat nem szignifikáns. A szállítók arányára vonatkozó hipotézisemet viszont az elvégzett vizsgálatok alátámasztották, azaz a nagyobb önkormányzati tulajdon nagyobb szállítói kötelezettség aránnyal párosul. Ez nem feltétlenül jelenti a rosszabb fizetési fegyelmet, egyszerűen az államtól érkező pénzek ciklikussága is magyarázhatja vagy a bizalom egyértelmű jeleként is felfogható. *Az állami és az önkormányzati tulajdon kapcsán megfogalmazott (2/b) hipotézisemet **igazoltnak** tartom abból a szempontból, hogy a hatás érvényesül, de eredményeim ellentmondanak a korábbi vizsgálatok eredményeinek.*

H2: A tulajdonosi szerkezet hatással van a magyar kis- és középvállalkozások tőkeszerkezetére.

Eredményeim alapján a **H2 hipotézist elfogadom**, azaz a tulajdonosi szerkezet befolyásolja a magyar kkv-k tőkeszerkezeti döntéseit. A külföldi

tulajdon kapcsán kapott eredményeim megfeleltethetőek korábbi hazai vizsgálatok eredményeinek. Az állami és önkormányzati tulajdon kkv-k finanszírozásában betöltött szerepe eltérő. Míg az állami tulajdon nagyobb aránya nagyobb saját tőke arányt és alacsonyabb szállítói arányt eredményez, addig az önkormányzati tulajdon éppen ellenkezően hat. Nagyobb önkormányzati szerepvállalás alacsonyabb saját tőke aránnyal és a szállítói finanszírozás magasabb arányával jár együtt.

H3 hipotézishez kapcsolódó megállapítások:

- *Az eszközigényesség* tőkeszerkezetre gyakorolt hatása egyetlen vizsgált tőkeszerkezeti mutatószám esetén sem hozott szignifikáns eredményt. Ennek értelmében minden ezzel kapcsolatban felállított hipotézisemet elvetem és megállapítom, hogy ez a tényező a vizsgált időszakban nem volt hatással a magyar társas kis- és vállalkozások tőkeszerkezetére. *Az eszközigényesség determinánsról megfogalmazott (3/a) hipotézisemet elvetem.*
- A *munkaigényesség* determináns kapcsán megállapítom, hogy mindhárom tőkeszerkezeti mutatóval szignifikáns negatív kapcsolatban áll. Azaz alacsonyabb saját tőke arány, alacsonyabb eladósodottság és alacsonyabb szállítói arány jellemzi a munkaigényesebb vállalkozásokat. Ez az eredmény éppen ellenkező, mint a vállalatméret esetén tapasztaltak. A nagyobb munkaigényű tevékenységet folytató vállalkozások jellemezően kisebb méretűek, kevés lekötött eszközzel bírnak, így kevésbé hitelképesek. Méretükből és piaci súlyukból adódóan a szállítói finanszírozás adta lehetőségekkel is kevésbé tudnak élni. Mindhárom mutató negatív kapcsolata csak úgy magyarázható, hogy a munkaigényesebb tevékenységet folytató vállalkozások a rövid lejáratú hiteleket és egyéb rövid lejáratú forrásokat részesítik előnyben.

A munkaigényesség determinánsról megfogalmazott (3/b) hipotézisemet igazoltnak tartom.

- *A termékegyediség mutatójára, vagyis az árbevétel arányos ráfordításra vonatkozóan negatív kapcsolatot tártam fel a saját tőke arány és a szállítók aránya mutatók esetén, míg a kapcsolat az eladósodottsági mutatóval nem volt szignifikáns. Azaz a nagyobb ráfordítás aránnyal működő vállalkozások – ami a termékportfólió rugalmatlanságaként is felfogható – kisebb saját tőke aránnyal rendelkeznek, és kevésbé tudnak élni a kereskedelmi hitel adta lehetőségekkel. A termékegyediség kapcsán megfogalmazott (3/c) hipotézisemet igazoltnak tartom abból a szempontból, hogy a hatás érvényesül, de eredményeim ellentmondanak a korábbi vizsgálatok eredményeinek.*

H3: A termék és a tevékenység jellege befolyásolja a magyar kkv-k tőkeszerkezeti döntéseit.

Eredményeim alapján a **H3 hipotézist elfogadom**, azaz a termék és a tevékenység jellege hatással vannak a kkv-k finanszírozási döntéseire. Az eszközigényesség hatása nem igazolható, de a munkaigényesség mutató a várt eredményeket hozta. A termékegyediség hatása is bebizonyosodott, de az eredmények a korábbi vizsgálatok eredményeitől eltérnek.

H4 hipotézishez kapcsolódó megállapítások:

- *Az exportorientáció mérése kapcsán elmondható, hogy amíg a szakirodalomból átvett eszközarányos export árbevétel mutató a vizsgálataim során nem bizonyult szignifikánsnak, addig az összes árbevételhez viszonyított export árbevétel mutató minden tőkeszerkezeti mutató esetén szignifikáns eredményt hozott. Igazoltnak tartom azon*

feltételezéseimet, amelyek szerint a főként exportra termelő vállalatok kisebb eladósodottsággal működnek és nagyobb szállítói arány jellemzi őket. A saját tőke arány kapcsán negatív eredményre jutottam, ami azt jelenti, hogy az exportőr cégek kisebb saját tőke aránnyal rendelkeznek, mint a csak belső piacra termelő társaik. Ez a jelenség a szállítói finanszírozás kiemelt szerepével magyarázható. *Az exportorientáció determinánsról megfogalmazott (4/a) hipotézisemet igazoltnak tartom.*

- *A piaci pozíció* mutató szignifikáns eredményt hozott a saját tőke arány és a szállítók aránya mutatók esetén. Ezzel igazolva azon feltevésemet, hogy azok a vállalkozások, amelyek képesek szállítóikkal megfinanszírozni a vevői követeléseiket, magasabb szállítói aránnyal rendelkeznek, és így kisebb saját tőke arány fenntartására van szükségük. Az eladósodottsági mutató kapcsán nem jutottam szignifikáns eredményre. *A piaci pozíció determinánsról megfogalmazott (4/b) hipotézisemet igazoltnak tartom.*

H4: A magyar kis- és középvállalkozások input és output piaci jellemzői hatással vannak finanszírozási döntéseikre.

Eredményeim alapján a **H4 hipotézist elfogadom**, azaz a magyar kkv-k input és output piaci pozíciója befolyásolja tőkeszerkezetüket. Az exportorientáció és a piaci pozíció is a várt eredményeket hozta.

Az alhipotézisek elfogadására, illetve elvetésére vonatkozó döntéseimet a *12. táblázatban* foglaltam össze.

12. táblázat: Hipotézisek és eredmények

Befolyásoló tényezők	Eladósodottsági mutató			Saját tőke arány			Szállítók aránya		
	Hipotézis	Eredmény	Döntés	Hipotézis	Eredmény	Döntés	Hipotézis	Eredmény	Döntés
Eszközök összetétele	+	+	igazolva	-	-	igazolva	-	-	igazolva
Vállalatméret	+	+	igazolva	-	+	elvetve	+	+	igazolva
Jövedelmezőség	-	nem szignifikáns	elvetve	+	+	igazolva	-	-	igazolva
Adóterhelés	-	+	elvetve	+	+	igazolva	-	+	elvetve
Amortizációból eredő adómegetakarítás	-	nem szignifikáns	elvetve	+	nem szignifikáns	elvetve	-	+	elvetve
Kedvezményekből eredő adómegetakarítás	-	+	elvetve	+	nem szignifikáns	elvetve	-	nem szignifikáns	elvetve
Likviditás	+	+	igazolva	-	+	elvetve	-	-	igazolva
Beruházási hajlandóság	+	+	igazolva	-	-	igazolva	+	nem szignifikáns	elvetve
Külföldi tulajdon aránya	+	+	igazolva	-	-	igazolva	-	-	igazolva
Állami tulajdon aránya	-	nem szignifikáns	elvetve	+	+	igazolva	+	-	elvetve
Önkormányzati tulajdon aránya	-	nem szignifikáns	elvetve	+	-	elvetve	+	+	igazolva
Eszközigenyesség	+	nem szignifikáns	elvetve	-	nem szignifikáns	elvetve	+	nem szignifikáns	elvetve
Munkaigenyesség	-	-	igazolva	+	-	elvetve	-	-	igazolva
Termékegyediség	+	nem szignifikáns	elvetve	-	-	igazolva	+	-	elvetve
Exportorientáció	-	-	igazolva	+	-	elvetve	+	+	igazolva
Piaci pozíció	-	nem szignifikáns	elvetve	-	-	igazolva	+	+	igazolva

Forrás: saját szerkesztés

7. ÚJ TUDOMÁNYOS EREDMÉNYEK

Kutatásaim alapján az alábbi új és újszerű tudományos eredmények fogalmazhatóak meg:

- 1. A nemzetközi kkv-mintán végzett kutatások során igazolt tőkeszerkezetet befolyásoló endogén tényezők (eszközök összetétele, vállalatméret, jövedelmezőség, likviditás, beruházási hajlandóság) hatásmechanizmusa azonos a hazai társas kis- és középvállalkozások tőkeszerkezte esetén is.**

Az eszközök összetételének, a vállalatméretnek és a likviditásnak a hosszú lejáratú külső források megszerzésében van jelentős szerepe. A nagyobb lekötött eszköz aránnyal működő, nagyobb mérettel és nagyobb likviditással rendelkező vállalkozások nagyobb arányban képesek igénybe venni a hosszú lejáratú, adósságjellegű finanszírozási formákat.

A jövedelmezőség kapcsán tapasztalt eredmények a hierarchia elmélet érvényesülését támasztják alá. A jövedelmezőbb tevékenységet folytató vállalkozások nagyobb saját tőke aránnyal működnek, míg kevésbé veszik igénybe a szállítói finanszírozást. Ami azt bizonyítja, hogy előrébb rangsorolják a finanszírozási eszközök közül a belső forrásokat a külső forrásokkal szemben.

A beruházási hajlandóság vizsgálata során megállapítottam, hogy a beruházások nagyobb aránya a hosszú lejáratú külső források nagyobb arányával jár együtt. Tehát a magyar társas kis- és középvállalkozások jelentősebb beruházásaikat tartós külső forrás bevonásával valósítják meg.

2. A tulajdonosi szerkezetnek kiemelt szerepe van a finanszírozási struktúra kialakítása során a magyar kis- és középvállalkozásoknál.

A nagyobb külföldi tulajdonnal működő vállalkozások több és jobb finanszírozási lehetőséggel élhetnek, így nagyobb eladósodottsággal működnek, és nagyobb fizetési fegyelem is jellemzi őket.

Az állami és az önkormányzati tulajdon eltérő hatást gyakorol a magyar kis- és középvállalkozások tőkeszerkezetére.

A nagyobb állami tulajdonnal működtetett cégek esetén a saját tőke nagyobb szerepet kap a finanszírozásban, míg a szállító finanszírozás háttérbe szorul, ami a jobb fizetési fegyelem meglétére utal.

A nagyobb önkormányzati tulajdonnal működtetett kkv-k ezzel szemben kisebb saját tőke aránnyal rendelkeznek, és fokozottabban veszik igénybe a szállítói finanszírozás adta lehetőségeket. Ami nem feltétlenül jelent rossz fizetési fegyelmet, az államtól kapott források ciklikussága is magyarázhatja, de mindenképpen a beszállítók bizalmának jeleként értelmezhető.

3. A termék és a tevékenység jellege alapvetően meghatározza a magyar társas kis- és középvállalkozások finanszírozási döntéseit.

A nagyobb munkaigényű vállalkozások kisebb arányban finanszírozzák magukat tartós külső forrásokkal és a kereskedelmi hitelt is kevésbé képesek igénybe venni. Ezeket a kkv-kat emellett alacsonyabb saját tőke arány is jellemzi. Ami azzal magyarázható, hogy a munkaigényesebb tevékenységet folytató vállalkozások a rövid lejáratú hiteleket és egyéb rövid lejáratú forrásokat részesítik előnyben.

A termékegyediség hatása a munkaigényesség hatásával megegyező a saját tőke és a szállítói finanszírozás igénybevétele kapcsán. Azaz a nagyobb ráfordítás aránnyal működő cégek alacsonyabb saját tőke aránnyal rendelkeznek és kevésbé képesek igénybe venni a kereskedelmi hiteleket.

4. A magyar kis- és középvállalkozások input és output piaci jellemzői befolyásolják döntéseiket a tőkestruktúra kialakítása során.

Az exportorientáció (export árbevétel aránya az összes árbevételhez viszonyítva) mértéke hatással van a tőkeszerkezetre. Az exportra történő értékesítés nagyobb aránya kisebb saját tőke aránnyal és egyidejűleg kisebb eladósodottsággal jár együtt, valamint fokozza a szállítói finanszírozás szerepét.

A piaci pozíció, mint a vállalkozások tőkeszerkezetét befolyásoló tényező vizsgálatára első ízben én tettem javaslatot. Hatásának mérésére a (szállítók-vevők)/(nettó árbevétel) mutatót alkottam meg, amely előjele révén a vevői követelések vagy a szállítói kötelezettségek dominanciáját jelzi, míg a nettó árbevételhez való viszonyítás lehetővé teszi a piaci pozíció erősségének számszerűsítését is.

A piaci pozíció mutató a saját tőke arány és a szállítók aránya mutatók esetén is szignifikáns eredményt hozott. Igazolva azon feltevésemet, hogy azok a vállalkozások, amelyek képesek beszállítóikkal megfinanszírozni a vevői követeléseiket, magasabb szállítói aránnyal is rendelkeznek és kisebb saját tőke arány jellemzi őket.

8. ÖSSZEFOGLALÁS

Disszertációm elkészítésének fő motivációja az volt, hogy megvizsgáljam, hogy a számos szempontból heterogén kis- és középvállalkozási szektor tőkeszerkezetét milyen sajátosságok jellemzik, és a rendkívül változatos kép ellenére milyen tényezők hatása érvényesül mégis a finanszírozási döntéseik meghozatala során.

A szakirodalmi áttekintést a kis- és középvállalkozások fogalmának definiálásával és gazdasági jelentőségük felvázolásával kezdtem. Majd ezt követően a vállalkozások működésére és a *finanszírozási formákra* helyeztem a hangsúlyt, külön kiemelve a kkv-szektor sajátosságait. A tőkeszerkezet fogalmát és mutatószámait követően a *tőkestruktúra-elméletek* bemutatására került sor. Ezek alapvetően nagyvállalatok finanszírozási viselkedését leíró elméletek, de sok esetben nyertek már bizonyítást kisvállalati minták esetén is.

A következő alfejezetben hazai és nemzetközi szakirodalmak alapján a *tőkeszerkezet meghatározó tényezőinek (determinánsok)* körét ismertettem. Elsőként az exogén tényezők (pl. jogrendszer, pénzügyi közvetítőrendszer fejlettsége, adórendszer) tőkestruktúrára gyakorolt hatását vázoltam fel korábbi empirikus eredmények alapján. Az endogén tényezők (pl. vállalat mérete, eszközök összetétele, likviditás) irodalma sokkal szerteágazóbb és az igazolt befolyásoló tényezők köre folyamatosan bővül. A determinánsok hatása elsősorban nagyvállalati vagy vegyes mintán bizonyított, de egyre gyakoribbak a kisvállalati mintán végzett empirikus kutatások is. Több esetben tettem javaslatot a már bizonyított *determinánsok alternatív mutatószámaira* (pl. exportorientáció), valamint a *piaci pozíció* hatásának vizsgálatára, ezáltal bővítve az endogén tényezők körét.

A következő fejezetben megfogalmaztam *hipotéziseimet* az egyes vizsgált determinánsok tekintetében a *három választott tőkeszerkezeti mutatóm* – az eladósodottsági mutató, a saját tőke arány és a szállítók aránya – kapcsán. Vizsgálati módszereim között elsőként a rendelkezésemre álló adatok körét ismertettem, majd vázoltam azt a folyamatot, melynek eredményeként létrejött a kutatásaim alapját képező *adatbázis*. Bemutattam az egyes determinánsok jellemzésére használt *mutatószámokat*, valamint a vizsgálataimhoz felhasznált *szoftvereket* (WEKA, XLSTAT, SPSS 19.0) és *statisztikai módszereket*.

Vizsgálataimat az adatbázis jellemzésével kezdtem, majd ismertettem a klaszteranalízis segítségével létrehozott *tőkeszerkezeti minták* sajátosságait. A tőkeszerkezeti klasztereket elsőként a *háttérváltozók* tükrében elemeztem, majd megvizsgáltam, hogy tapasztalhatóak-e különbségek a felsorakoztatott tőkeszerkezetet meghatározó tényezők tekintetében az egyes tőkeszerkezeti klaszterekben. Megállapításaimat varianciaanalízissel és Tukey-féle homogenitásvizsgálattal támasztottam alá. Vizsgálataimat az egyes tőkeszerkezeti mutatók *többtényezős regressziós modelljeinek* ismertetésével zártam.

A *következtetések* fejezetében összefoglaltam a háttérváltozók és a determinánsok kapcsán tett megállapításaimat és megvizsgáltam, hogy mely hipotéziseim kerültek bizonyításra, és azok mivel magyarázhatóak. Ezt követően megfogalmaztam *új és újszerű tudományos eredményeimet*.

A vizsgált *tőkeszerkezetet meghatározó tényezők* – az eszközigenyesség kivételével – *szignifikáns hatása* mutatható ki a vizsgált időszakban, 2008 és 2011 között. A legtöbb tényező hatása párhuzamba állítható a korábbi kutatások eredményeivel (eszközök összetétele, vállalatméret, jövedelmezőség, likviditás, beruházási hajlandóság), de azoktól eltérő eredményeket is bizonyítottam (adózás).

Megállapítottam, hogy a *tulajdonosi összetétel* jelentősen befolyásolja a magyar kkv-k tőkeszerkezetét. A nagyobb külföldi tulajdonnal működtetett vállalkozásokat nagyobb eladósodottság és jobb fizetési fegyelem jellemzi. Számításokkal bizonyítottam, hogy az állami tulajdon nagyobb aránya az eladósodottsági mutató és a szállítók arányának alacsonyabb értékével jár együtt. Míg a nagyobb önkormányzati tulajdon aránya a szállítói finanszírozás fokozottabb igénybevételével társul.

Igazoltam, hogy a *termék és a tevékenység jellege* is befolyásolja a tőkeszerkezeti döntéseket. Az egyedi terméket gyártó és a munkaigényesebb tevékenységet folytató vállalkozások kisebb saját tőke aránnyal működnek és kevésbé képesek igénybe venni a szállítói finanszírozást.

Végül az *input és output piaci jellemzők* hatását vizsgáltam. Az exportra is termelő cégek kapcsán bizonyítottam, hogy minél *exportorientáltabb* egy vállalkozás, annál nagyobb szerepet kap finanszírozásában a kereskedelmi hitel a többi forráselem arányának csökkenése mellett. A szállítói finanszírozás igénybevételének arányát a *piaci pozíció determináns* is befolyásolja. Eredményeim alátámasztották azon hipotézisemet, miszerint azok a vállalkozások, amelyek képesek szállítóikkal megfinanszíroztatni vevői követeléseiket, magasabb szállítói aránnyal rendelkeznek, és kisebb saját tőke arány jellemzi őket.

9. SUMMARY

The main motivation for the preparation of my dissertation was to investigate what specific features characterize the capital structure of the small- and medium-sized enterprise sector, which is very heterogeneous in many aspects, and in spite of the extremely varied picture what factors' impact prevails in the financing decisions.

I started the literature review with defining the concept of the small- and medium-sized enterprises and with the outlining of their economic importance. Subsequently, I placed the emphases on the operation of the enterprises and the *financing forms*, with particular emphasis on specificities of SME sector. Following the concept and indicators of capital structure I presented the *capital structure theories*. They basically describe the financing behaviour of large corporations, but in many cases they have been proved in case of small enterprise samples.

In the following section, based on national and international literature I presented the range of the *capital structure's determinants*. First, I sketched the impact of exogenous factors (e.g. legal system, development of financial intermediation, tax system) to the capital structure on the basis of previous empirical results. The literature of endogenous factors (e.g. company size, tangibility, liquidity) is much more diverse and the range of proven determinants is expanding continually. The effects of determinants are proved mainly in case of large company or mix samples, but there are more and more empirical researches on small business sample too. In several cases, I proposed *alternative indicators* (e.g. the export orientation) of the determinants already proven, and the investigation of the impact of the *market position*, thereby further enhancing the range of the endogenous factors.

In the next chapter I formulated *my hypotheses* about examined determinants in relation with *my three selected capital structure indicators* – long-term debt ratio, equity ratio and ratio of accounts payable. Between my test methods I presented first the range of data available to me, and then I outlined the process which led to the establishment of my research's *database*. I presented *indicators* used to characterize each of the determinants, and *softwares* used in my investigations (WEKA, XLSTAT, SPSS 19.0) and *statistical methods*.

I began my research with the characterization of the database, and then I presented the characteristics of the *capital structure patterns* were created using cluster analysis. First, the capital structure clusters were analysed in the light of the *background variables*, than I examined whether there are differences in each of the capital structure clusters in the light of the lined up determinants of capital structure. I confirmed my statements with variance analysis and Tukey's test of homogeneity. I closed my examinations with the description of *multivariate regression models* of each capital structure indicators.

In the chapter of the *conclusions* I summarized my findings about background variables and determinants, I examined which of the hypotheses have been proven and how they can be explained. Then I formulated *my new and novel scientific results*.

Significant effect of examined determinants of capital structure - with the exception of asset intensity – is detectable in the analysed period, between 2008 and 2011. The effect of most factors is parallel with the findings of previous research (tangibility, company size, profitability, liquidity, willingness to invest), but I also proved different statements from those results (taxation).

I found that the *ownership structure* is significantly affects the capital structure of Hungarian SMEs. The enterprises operated with greater foreign ownership is characterized by greater indebtedness and better payment discipline. I proved with calculation that a higher proportion of state ownership is associated with a lower value of the long-term debt ratio and the ratio of accounts payable. While a higher proportion of municipal ownership is associated with greater use of supplier financing.

I proved that the *character of the product and the activity* can also affect the capital structure decisions. The unique product manufacturing firms and enterprises with more labour-intensive activities are working with lower equity ratio and less able to make use of the vendor financing.

Finally, I examined the effects of *input and output market characteristics*. I proved in connection with export-oriented firms, that the *more export-oriented* an enterprise is the more important role gets the trade credit in the financing, in addition to the decrease of the proportion of other resource items. The *market position* determinant affects also rate of use of vendor financing. My results confirmed my hypothesis, those enterprises, which are able to finance their accounts receivable with their suppliers, have higher ratio of accounts payable, and they are characterized by lower equity ratio.

10. KÖSZÖNETNYILVÁNÍTÁS

Szeretném köszönetemet kifejezni mindazoknak, akik kivétel nélkül hozzájárultak disszertációm létrejöttéhez:

Köszönetemet fejezem ki a dolgozat elkészítéséhez nyújtott segítségéért és szakmai útmutatásaiért korábbi témavezetőmnek Gáspár Bencéné Dr. Vér Katalinnak és jelenlegi témavezetőmnek Dr. Parádi-Dolgos Anettnek.

Köszönöm a segítséget minden kedves kollégámnak, akik közvetve vagy közvetlenül szakmai észrevételekkel hozzájárult munkámhoz, vagy éppen a vizsgaidőszakban helyettesítettek, hogy doktori disszertációm elkészítésén dolgozhassak.

Külön köszönöm Koponicsné Dr. Györke Diána kolléganőmnek, hogy idejét és energiáját nem sajnálva javítgatta angol nyelvű publikációimat és dolgozatom angol nyelvű részeit.

Köszönettel tartozom Dr. Kürthy Gábor kollégámnak a munkahelyi vitámra tett szakmai és módszertani észrevételeiért és a vizsgált adatbázishoz megszerzésében nyújtott segítségéért.

Köszönet illeti meg a Századvég Gazdaságkutató Zrt. munkatársait, elsősorban Cseh Andrást és Balatoni Andrást, akik elérhetővé tették számomra a kutatásom alapjául szolgáló adatbázishoz való hozzáférést és bármilyen kérdésben vagy problémában készséggel álltak rendelkezésemre.

Köszönöm a segítséget Koroseczné Pavlin Ritának, akivel együtt fedeztük fel az adatbázisban rejlő lehetőségeket és szakmai vitákat folytattunk az eredmények értelmezéséről és gyakorlati jelentőségükről.

Köszönet és hála illeti barátaimat, hogy a legnehezebb pillanatokban is mögöttem álltak, ha kellett lelkileg támogattak és bíztattak a disszertációm befejezésére.

Köszönöm édesanyámnak, hogy lehetővé tette számomra a továbbtanulást és máig magam mögött tudhatom támogatását.

Köszönöm testvéremnek és három unokaöcsémnek, Zalánnak, Botondnak, és Donátnak, hogy elviselték, ha néha nélkülözniük kellett engem a tudományos munka miatt.

És végül köszönöm mindazoknak, akik már nem lehetnek itt velünk, de életükkel, támogatásukkal nagyban hozzájárultak ahhoz, hogy ez a disszertáció valaha is elkészüljön. Köszönöm édesapámnak és nagyszüleimnek, hogy azzá neveltek, aki ma vagyok. Köszönöm Dr. Balogh Lászlónak, aki ha kellett vezetőként, ha kellett barátként támogatott és ösztönzött a tudományos munkára, és aki sosem kételkedett abban, hogy ez a dolgozat elkészül, de sajnos ezt a napot már nem tudta megvárni.

11. IRODALOMJEGYZÉK

1. 2004. évi XXXIV. törvény. (2004). A kis- és középvállalkozásokról, fejlődésük támogatásáról.
2. 21/2012. (IV. 16.) KIM rendelet. (2012). A statisztikai számjel elemeiről és nomenklatúráiról.
3. 31/2011. (X. 24.) KIM rendelet. (2011). A területi számjelrendszerről.
4. Abonyi, J. (2006). *Adatbányászat a hatékonyság eszköze*. Budapest: Computerbooks.
5. Abor, J. (2008). *Determinants of the Capital Structure of Ghanaian Firms*. Nairobi: African Economic Research Consortium.
6. Anderson, C. L., Locker, L., & Nugent, R. (2002). Microcredit, Social Capital, and Common Pool Resources. *World Development*, 30., 95-105.
7. Balla, A. (2006a). Vállalati tőkeszerkezet-politika – Empirikus elemzés a tőzsdei cégek tőkeszerkezet-választásáról 1995-2000 között. *Vezetéstudomány XXXVII. évf. 7-8. szám*, 20-32.
8. Balla, A. (2006b). Tőkeszerkezeti döntések – empirikus elemzés a magyar feldolgozóipari vállalatokról 1992–2001 között. *Közgazdasági Szemle, LIII. évf.*, 681–700.
9. Balla, A., & Mateus, C. (2004). Empirikus vizsgálat a tőkestruktúra-döntésekről. *Vezetéstudomány XXXV. évf. 2. szám*, 24-33.
10. Balla, A., & Mundaca, G. (2011). *Export Market Participation and Other Determinants of Capital Structure: The Case of Hungarian Manufacturing Firms*. European Finance eJournal.
11. Barabás, Z. (2010). *Az újabb tőkeszerkezet elméletek bemutatása és tesztelése magyar tőzsdei vállalatokon*. Budapest: Budapesti Corvinus Egyetem Közgazdaságtudományi Kar (szakdolgozat).

12. Bartholdy, J., & Mateus, C. (2008). *Taxes and Corporate Debt Policy: Evidence for Unlisted Firms of Sixteen European Countries*. <http://ssrn.com/abstract=1098370>.
13. Bas, T., Muradoglu, G., & Phylaktis, K. (2009). *Determinants of Capital Structure in Developing Countries*. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.175.6261&rep=rep1&type=pdf>.
14. Bell, K., & Vos, E. (2009). *SME Capital Structure: The Dominance of Demand Factors*. 22nd Australasian Finance and Banking Conference.
15. Bélyácz, I. (1997). *Tőkeberuházási és finanszírozási döntések*. Pécs: PTE Kiadó.
16. Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, 613-673.
17. Berkowitz, D., Pistor, K., & Richard, J.-F. (2003). Economic development, legality, and the transplant effect. *European Economic Review* 47, 165–195.
18. Béza, D., Csákné Filep, J., Csapó, K., Farkas, S., & Szerb, L. (2007). *Kisvállalkozások finanszírozása*. Budapest: Perfekt Kiadó.
19. Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2005). *Befektetések*. Budapest: Aula Kiadó.
20. Bozsik, S. (2003). *Pénzügyi számítások II. (Finanszírozási döntések, Portfolióelmélet)*. Forrás: http://193.6.12.228/uigtk/uipz/hallgatoi/finansz_dontesek.pdf
21. Bradley, M., Jarell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, 857-878.

22. Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2005). *Modern vállalati pénzügyek*. Budapest: Panem Könyvkiadó.
23. Chaney, T. (2005). *Liquidity constrained exporters*. Forrás: University of Chicago:
<http://home.uchicago.edu/tchaney/research/ConstrainedExporters.pdf>
24. Chikán, A. (1997). *Vállalatgazdaságtan*. Budapest: Aula Kiadó.
25. Csermely, Á., & Vincze, J. (2000). Leverage and Foreign Ownership in Hungary. *Russian and East European Finance and Trade, Vol. 36, No. 3*, 6–30.
26. Csubák, T. K. (2003). *Kis- és középvállalkozások finanszírozása Magyarországon*. Budapest: Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem (PhD értekezés).
27. de Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance, Vol 32, Issue 9*, 1954-1969.
28. DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics, Vol. 8.*, 3-29.
29. Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2003). Courts. *The Quarterly Journal of Economics, 118 (2)*, 453-517.
30. Doing Business. (2013a). *Szerződések végrehajtása rangsor*. Forrás:
<http://www.doingbusiness.org/data/exploretopics/enforcing-contracts>
31. Doing Business. (2013b). *Hitelfelvételi rangsor*. Forrás:
<http://www.doingbusiness.org/data/exploretopics/getting-credit>
32. Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy*. Boston: Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.

33. El Ghouli, S., Guedhami, O., Cho, S.-S., & Suh, J. (2012. June 27-30.). *Creditor Rights and Capital Structure: Evidence from International Data*. European Financial Management Association, 2012 Annual Meetings, Barcelona, Spain.
34. Európai Bizottság. (2003). 2003/361/EK számú ajánlás.
35. Fazakas, G., Gáspár, B., & Soós, R. (2008). *Bevezetés a pénzügyi és vállalati pénzügyi számításokba*. Budapest: Tanszék Kiadó Kft.
36. Friend, I., & Hasbrouck, J. (1988). Determinants of capital structure. *Research in Finance, Vol. 7(1)*, 1-21.
37. Fülöp, G. (2004). *Kisvállalati gazdálkodás*. Budapest: Aula Kiadó.
38. Gál, V., & Kürthy, G. (2012). A szegények bankja modell lehetőségei Magyarországon. *A virtuális intézet Közép-Európa kutatására közleményei IV. évfolyam 1. szám (No.7)*, 141-150. .
39. Hall, G., Hutchinson, P., & Michaelas, N. (2006). East and West: differences in SME capital structure between former Soviet-bloc and non Soviet-bloc European countries. *Proceeding of a conference on the international comparisons in the financing of SMEs*. The United Kingdom: Warwick Business School.
40. Harris, M., & Raviv, A. (1990). Capital structure and the informational role of debt. *The Journal of Finance Vol. 45, No. 2*, 321-349.
41. Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance, Vol. 46, No. 1.*, 297-355.
42. Holmes, S., & Kent, P. (1991). An Ampirical Analysis of the Financial Structure of Small and Large Australian Manufacturing Enterprises. *Journal of Small Business Finance Vol. 1. No. 2*, 141-154.
43. Hutchinson, P. (2003. Sept 28.). *How much does growth determine SMEs' capital structure?* Small Enterprise Association of Australia and New Zealand 16th Annual Conference, Ballarat.

44. Ibrahim, H., & Masron, T. A. (2011). Capital Structure and the Firm Determinants: Evidence from Small and Medium Enterprises (SMEs) in Malaysia. *2011 International Conference on Economics, Trade and Development, IPEDR vol.7, IACSIT Press*. Singapore.
45. Imreh, S., Kosztopulosz, A., & Mészáros, Z. (2007). Mikrofinanszírozás a legszegényebb rétegeknek: az indiai példa. *Hitelintézeti Szemle*. 2007/3. szám, 231-247.
46. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics, Vol. 3*, 305-360.
47. Jensen, N. S., & Uhl, F. T. (2008). Capital Structure in European SMEs. An analysis of firm- and country specific variables in determining leverage. Aarhus School of Business, University of Aarhus.
48. Kovács, E. (2011). *Pénzügyi adatsorok statisztikai elemzése*. Budapest: Tanszék Kiadó Kft.
49. Krasauskaite, E. (2011). Capital Structure of SMEs: Does Firm Size Matter? Empirical investigation of the Baltic countries. Aarhus University, Business and Social Sciences.
50. Krénusz, Á. (2005a). Bevezetés a tőkeszerkezet meghatározó tényezőinek elméletébe és gyakorlatába. *Hitelintézeti szemle, 4. évfolyam 2. szám*, 15-35.
51. Krénusz, Á. (2005b). A tőkeszerkezet meghatározó tényező. *Botos Katalin (szerk.): Pénzügyek és globalizáció, SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2005. JATEPress*, 277-284.
52. Krénusz, Á. (2007). *A vállalati tőkeszerkezet meghatározó tényezőinek új modellje és annak vizsgálata Magyarország példáján*. Budapest: Budapesti Corvinus Egyetem Gazdálkodástani Doktori Iskola (PhD értekezés).

53. KSH. (2007). *TEÁOR '08 felépítése*. Letöltés dátuma: 2013. április 17,
forrás: Központi Statisztikai Hivatal:
<http://www.ksh.hu/docs/files/532988.PDF>
54. KSH. (2011). *A kis- és középvállalkozások helyzete a régiókban*. Forrás:
Központi Statisztikai Hivatal:
<http://www.ksh.hu/docs/hun/xftp/idoszaki/regiok/gyorkkv.pdf>
55. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998).
Law and Finance. *Journal of Political Economy*, Vol. 106, 1113-1155.
56. Lucey, B. M., & Mac an Bhaird, C. (2006). *Capital Structure and the
Financing of Smes: Empirical Evidence From an Irish Survey*. Forrás:
<http://ssrn.com/abstract=905845>
57. Mac an Bhaird, C., & Lucey, B. M. (2010). Determinants of capital
structure in Irish SME. *Small Business Economics*, Vol 35, Issue 3, 357-
375.
58. Mateev, M., Poutziouris, P., & Ivanov, K. (2013). On the determinants of
SME capital structure in Central and Eastern Europe: A dynamic panel
analysis. *Research in International Business and Finance* 27, 28-51.
59. Miller, M. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, Vol. 32, No.
2, 261-275.
60. Modigliani, F. (1988). *Pénz, Megtakarítás, Stabilizáció*. Budapest:
Közgazdasági és Jogi Kiadó.
61. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation
Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*,
Vol. 48, No. 3, 261-297.
62. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1961). Dividend Policy, Growth, and
the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34 (4), 411–433.

63. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, 433-443.
64. Myers, S. C. (1977). Determinations Of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol. 5., 147-175.
65. Myers, S. C. (1984). Capital Structure Puzzle. *Nber Working Paper Series, Working Paper No. 1393*, 1-33.
66. Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, 81-102.
67. Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Nber Working Paper Series, No. 1396*, 1-57.
68. NFGM. (2009). *A kis- és középvállalkozások helyzete 2008*. Nemzeti Fejlesztési és Gazdasági Minisztérium.
69. NGM. (2012). *J/8112. számú jelentés a kis- és középvállalkozások 2009-2010. évi helyzetéről, gazdálkodási feltételrendszeréről, a vállalkozásfejlesztés érdekében megtett intézkedésekről, valamint a kkv-k részére nyújtott állami támogatások eredményeiről*. Nemzetgazdasági Minisztérium.
70. Pfaffermayr, M., Stöckl, M., & Winner, H. (2008). Capital Structure, Corporate Taxation and Firm Age. *Working Papers in Economics and Statistics, 2008-09*, 1-31.
71. Psillaki, M., & Daskalakis, N. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific? *Small Business Economics*, Vol 33, Number 3, 319-333.
72. Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5, 1421-1460.

73. Saarani, A. N., & Shahadan, F. (2012). *The Determinant of Capital Structure of SMEs: Evidence from Enterprise 50 (E50) SMEs*. Forrás: http://www.academia.edu/2099679/The_Determinant_of_Capital_Structure_of_SMEs_Evidence_from_Enterprise_50_E50_SMEs
74. Safavian, M., & Sharma, S. (2006). *When Do Creditor Rights Work?* Forrás: <http://ssrn.com/abstract=953009>
75. Scherr, F. C., Sugrue, T. F., & Ward, J. (1990). Financing the Small Firm Start-Up: Determinants of Debt Use. *Journal of Small Business Finance, Vol. 3 No. 2*, 17-36.
76. Smith, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics 32*, 263-292.
77. Sogorb, F. (2002). How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence From A 1994–1998 Spanish Data Panel. *WP-EC 2002-18, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A.*, 1-22.
78. Sogorb-Mira, F., & López-Gracia, J. (2003). Pecking order versus trade-off: an empirical approach to the small and medium enterprise capital structure. *WP-EC 2003-09, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas*, 1-35.
79. Song, H.-S. (2005). Capital Structure Determinants An Empirical Study of Swedish Companies. *Centre of Excellence for Science and Innovation Studies, Electronic Working Paper Series, Paper No. 25*, 1-25.
80. Szabó, A. (2006. január 26.). *Mikrohitelek a világban*. „Jobb szabályozás és kkv mikrofinanszírozás” Nemzetközi Konferencia, Budapest.
81. Szemán, J. (2008). *A magyar vállalati szektor tőkeszerkezetének elemzése 1992-2003 között*. Miskolc: Miskolci Egyetem, Gazdaságtudományi Kar, Vállalkozáselmélet és gyakorlat Doktori Iskola (PhD értekezés).

82. Takács, A. (2007). A számított vállalatérték és a tőzsdei részvényárfolyam kapcsolata a magyar tőzsdei vállalatoknál. *Statisztikai Szemle*, 85. évf. 10-11. szám, 933-964.
83. Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, Vol. 43, Issue 1, 1-19.
84. Viviani, J.-L. (2008). Capital Structure Determinants: An Empirical Study of French Companies in the Wine Industry. *International Journal of Wine Business Research*, Vol. 20 Issue 2, 171 – 194.
85. Warner, J. B. (1977). Bankruptcy Costs: Some Evidence. *Journal of Finance* Vol. 32., 337-347.
86. Yazdanfar, D. (2008. June 22-25). *Industry Effects and SMEs' Capital Structure Determinants. An empirical study of Swedish SMEs' Capital Structure*. International Council for Small Business World Conference, Halifax, Nova Scotia, Canada.
87. Zoppa, A., & McMahon, R. G. (2002). Pecking Order Theory and the financial structure of manufacturing SMEs from Australia's Business Longitudinal Survey. *Small Enterprise Research* Vol. 10, No. 2, 23-42.

12. ÁBRÁK ÉS TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE

Ábrák jegyzéke

1. ábra: Finanszírozási formák	14
2. ábra: A saját tőke várható hozamának alakulása a tőkeáttétel növelése függvényében az MM II. tétele szerint	28
3. ábra: Optimális tőkeszerkezet az adómegetakarítás és a pénzügyi nehézségek költségeinek figyelembevétele mellett.....	34
4. ábra: Dobozdiagram minta	83
5. ábra: Vállalkozások száma (db) foglalkoztatotti létszám szerint, 2010 ...	93
6. ábra: Vállalkozások számának (db) megoszlása régiók szerint, 2010.....	94
7. ábra: Vállalkozások számának megoszlása tevékenységük szerint, 2010	95
8. ábra: Tőkeszerkezeti mutatók az egyes klaszterekben	97
9. ábra: A 2008-ban az 1. klaszterbe tartozó vállalkozások megoszlása	98
10. ábra: A 2008-ban a 6. klaszterbe tartozó vállalkozások megoszlása	99
11. ábra: Tevékenységi klaszterek.....	103

Táblázatok jegyzéke

1. táblázat: A kkv-k főbb mutatói.....	8
2. táblázat: Hipotézisek.....	81
3. táblázat: Tőkeszerkezeti mutatók	88
4. táblázat: A tőkeszerkezet meghatározó tényezői és azok mutatószámai ..	89
5. táblázat: Tőkeszerkezeti klaszterek felépítése.....	96
6. táblázat: Háttérváltozók szignifikanciájának tesztelése.....	104
7. táblázat: ANOVA tesztek és egytényezős regressziók	108
8. táblázat: Az eladósodottsági mutató lineáris regressziója	113
9. táblázat: A saját tőke arány mutató lineáris regressziója	115
10. táblázat: A szállítók aránya mutató lineáris regressziója	118
11. táblázat: A regressziós modellek eredményeinek összefoglalása	121
12. táblázat: Hipotézisek és eredmények.....	131

13. A DISSZERTÁCIÓ TÉMAKÖRÉBŐL MEGJELENT PUBLIKÁCIÓK

Lektorált, szakfolyóiratban megjelent közlemények:

Idegen nyelven

1. Gál, Veronika – Kopiccsné Györke, Diána: Financial problems of the cultural projects in South Transdanubia. Regional and Business Studies (2011), Vol 3, No 1, 403-407, Kaposvár University, Faculty of Economic Science, Kaposvár (ISSN: 2061-2311)
<http://journal.ke.hu/rbs/index.php/rbs/article/viewFile/58/59>
2. Gál, Veronika – Gáspár, Katalin – Parádi-Dolgos, Anett: Regional differences in Hungarian SMEs' capital structure. Acta Universitatis Sapientiae, Economics and Business, Kolozsvár (megjelenés alatt)

Magyar nyelven

1. Gál Veronika – Kürthy Gábor: A szegények bankja modell lehetőségei Magyarországon. A virtuális intézet Közép-Európa kutatására közleményei (2012), IV. évfolyam 1. szám (No.7), 141-150, Szeged (ISSN: 2026-1396)
2. Balogh László – Gál Veronika – Parádi-Dolgos Anett – Sipiczki Zoltán: Kulcs egy alternatív mikrofinanszírozási modell sikeréhez. Acta Scientiarum Socialium (2013), No. 38, 153-161, Kaposvári Egyetem, Kaposvár (ISSN: 1418-7191)

3. Gál Veronika – Sipiczki Zoltán – Szóka Károly – Vajay Julianna: A Grameen-modell társadalmi hasznosulásának mérhetősége. E-conom (2013), II. évfolyam, 1. szám (No. 3), 33-45, Nyugat-magyarországi Egyetem, Sopron (ISSN: 2063-644X)
https://bismarck.nyme.hu/fileadmin/dokumentumok/ktk/econom/2013_1/03_GalV_etal_e-conom_II1.pdf

Konferencia kiadványban teljes terjedelemben megjelent közlemények:

Idegen nyelven

1. Gál, Veronika – Gáspár, Katalin: What kind of factors influence the SME's capital structure? Proceedings of the 4th International Conference of Economic Sciences (CD), 364-373, Kaposvári Egyetem, Kaposvár, 9-10 May 2013 (ISBN: 978-963-9821-62-0)

Magyar nyelven

1. Kovács Kitti – Gál Veronika – Geszti Szilárd: A kis- és középvállalkozásoknak folyósított banki hitelek alakulása 2000 és 2007 között. II. Nemzetközi Gazdaságtudományi Konferencia (CD), 1-8, Kaposvári Egyetem, Kaposvár, 2009. április 2-3. (ISBN: 978-963-9821-08-8)
2. Gál Veronika – Koponicsné Györke Diána: Dél-dunántúli EU-s kulturális pályázatok finanszírozási problémái. XVI. Ifjúsági Tudományos Fórum (CD), 1-5, Pannon Egyetem, Keszthely, 2010. március 25. (ISBN: 978-963-9639-36-2)

3. Kovács Kitti – Gál Veronika – Parádi-Dolgos Anett – Balogh László:
A kis- és középvállalkozásoknak folyósított banki hitelek alakulása
2000 és 2009 között. XII. Nemzetközi Tudományos Napok (CD),
1004-1008, Károly Róbert Főiskola, Gyöngyös, 2010. március 25-26.
(ISBN: 978-963-9941-09-0)

Előadás:

1. Gál Veronika: Kis- és középvállalkozások regionális különbségei.
VI. Régiók a Kárpát-medencén innen és túl Konferencia, Kaposvári
Egyetem, Kaposvár, 2012. október 12.

14. A DISSZERTÁCIÓ TÉMAKÖRÉN KÍVÜLI PUBLIKÁCIÓK

Könyvrészlet:

1. Gál Veronika: Önkéntes kölcsönös biztosítópénztárak. In: Tatay Tibor – Vágyi Ferenc Róbert – Varga József (szerk.) (2011): A pénzügyi intézményrendszer Magyarországon 2011, 252-273, Soproni Felsőoktatásért Alapítvány, Sopron (ISBN: 978-963-89173-1-7)

Lektorált, szakfolyóiratban megjelent közlemények:

Idegen nyelven

1. Parádi-Dolgos, Anett – Gál, Veronika – Kovács, Tamás: The penetration of local currencies, a possible solution to the financial challenges of globalization. Regional and Business Studies (2011), Vol 3, No 1, 421-427, Kaposvár University, Faculty of Economic Science, Kaposvár (ISSN: 2061-2311)
<http://journal.ke.hu/rbs/index.php/rbs/article/viewFile/60/61>

Magyar nyelven

1. Gál Veronika – Dolgos Anett – Kürthy Gábor: Összehangolt adó- és járulékfizetés. Acta Oeconomica Kaposváriensis (2007), Vol 1, No 1-2, 145-153, Kaposvári Egyetem, Gazdaságtudományi Kar, Kaposvár (ISSN: 1789-6924)

2. Gál Veronika – Parádi-Dolgos Anett: A helyi pénz és a pénzfunkciók kapcsolata? In: Lázár Ede (szerk.) (2011): Gazdasági és üzleti kihívások a Kárpát-medencében, 257-266, Státus Könyvkiadó, Csíkszereda, Románia (ISBN: 978-606-8052-52-6)
3. Gál Veronika – Gáspár Bencéné Vér Katalin: E-pénz – helyi pénz. Acta Scientiarum Socialium (2013), No. 38, 101-109, Kaposvári Egyetem, Kaposvár (ISSN: 1418-7191)

Konferencia kiadványban teljes terjedelemben megjelent közlemények:

Idegen nyelven

1. Parádi-Dolgos Anett – Kovács Tamás – Gál Veronika – Szóka Károly: Operation of local currency systems: Chiemgauer. Proceedings of the 4th International Conference of Economic Sciences (CD), 289-294, Kaposvári Egyetem, Kaposvár, 9-10 May 2013 (ISBN: 978-963-9821-62-0)

Magyar nyelven

1. Parádi-Dolgos Anett – Gál Veronika: Van-e kapcsolat az adórendszer és a versenyképesség között? Versenyképesség – Fejlődés – Reform: Konferencia a Tudomány Napja alkalmából (CD), Nyugat-magyarországi Egyetem, Sopron, 2007. november 7-8. (ISBN: 978-963-06-6387-8)

2. Balogh László – Gál Veronika – Kovács Kitti: A magyar lakosság adófizetési hajlandósága. II. Nemzetközi Gazdaságtudományi Konferencia (CD), 1-8, Kaposvári Egyetem, Kaposvár, 2009. április 2-3. (ISBN: 978-963-9821-08-8)
3. Parádi-Dolgos Anett – Balogh László – Gál Veronika: Ingatlanadó itthon? XII. Nemzetközi Tudományos Napok (CD), 578-590, Károly Róbert Főiskola, Gyöngyös, 2010. március 25-26. (ISBN: 978-963-9941-09-0)
4. Balogh László – Gál Veronika – Parádi-Dolgos Anett: Fából vaskarika? Egykulcsos családi jövedelemadózás lehetősége Magyarországon nemzetközi tapasztalatok alapján. Hitel, Világ, Stádium: Nemzetközi Tudományos Konferencia a Magyar Tudomány Ünnepe alkalmából (CD), 1-11, Nyugat-magyarországi Egyetem, Sopron, 2010. november 3. (ISBN: 978-963-9883-73-4)
5. Gál Veronika – Sipiczki Zoltán – Szóka Károly – Vajay Julianna: A Grameen-modell társadalmi hasznosulásának mérhetősége. I. Alternatív Finanszírozási Stratégiák Tudományos Konferencia (CD), Nyugat-magyarországi Egyetem, Sopron, 2012. október 3. (ISBN: 978-963-89173-5-5)
6. Gál Veronika – Gáspárné Vér Katalin – Kolber Kitti: Helyi pénz e-pénz formában? I. Alternatív Finanszírozási Stratégiák Tudományos Konferencia (CD), Nyugat-magyarországi Egyetem, Sopron, 2012. október 3. (ISBN: 978-963-89173-5-5)

Előadások:

1. Gál Veronika: Javaslatok a személyi jövedelemadó és a társadalombiztosítási járulékok reformjára. I. Gazdaságtudományi Konferencia, Kaposvári Egyetem, Kaposvár, 2007. november 9.
2. Gál Veronika – Ágoston Anita: A helyi pénz és a pénzfunkciók kapcsolata. Helyi pénz, helyi bizalom: Kaposvár Egyetem Gazdaságtudományi Kar Innovációs és Tudástranszfer Irodája Műhelymunka Sorozatok 2., Kaposvári Egyetem, Kaposvár, 2010. december 3.
3. Parádi-Dolgos Anett – Gál Veronika: A szegények bankja modell módszertani dilemmái. Változó környezet – Innovatív stratégiák: Nemzetközi Tudományos Konferencia a Magyar Tudomány Ünnepe alkalmából, Nyugat-magyarországi Egyetem, Sopron, 2011. november 2.

Poszter:

1. Balogh, László – Parádi-Dolgos, Anett – Gál, Veronika – Sárdi Gábor: Role of local governments in local finances. Tesla Conference: International Social Transformation Conference, Split, Croatia, 10-12 July, 2012

15. SZAKMAI ÉLETRAJZ

Gál Veronika Alexandra 1985. április 23-án született Dombóváron. Érettségi bizonyítványát a tamási Béri Balogh Ádám Gimnázium nyolcosztályos tagozatán szerezte 2003-ban.

Ebben az évben nyert felvételt a Kaposvári Egyetem Gazdaságtudományi Karára az akkor első ízben induló közgazdász-gazdálkodási szakra. Egyetemi éveinek végén demonstrátorként már részt vett a Pénzügy- és Közgazdaságtan Tanszék munkájában. 2008-ban okleveles közgazdász végzettséget szerzett pénzügy szakirányon.

Ezután nyert felvételt a Kaposvári Egyetem, Gazdálkodás- és Szervezéstudományok Doktori Iskolájába, nappali tagozatra. Kezdetben óraadóként, majd 2010 novembere óta egyetemi tanársegédként vállal részt az oktatásban és a kutatásban a Gazdaságtudományi Kar Pénzügy és Számvitel Tanszékén. Főként közgazdaságtani és vállalati pénzügyi témájú tantárgyakat oktat és vezet gyakorlatokat. Számos záródolgozat és szakdolgozat konzulense.

2011-ben mérlegképes könyvelő végzettséget szerzett.

2007 óta aktív szerepet vállal a Kaposvári Közgazdaságtudományi Szemináriumok (KAKTUSZ) megszervezésében és lebonyolításában. 2011 és 2013 között részt vett a TÁMOP „A Kaposvári Egyetem tudományos képzési tevékenységeinek és szakmai műhelyeinek fejlesztése” projektben, ahol a GTK1 szakmai műhely kutatójaként tevékenykedett.

Doktori szigorlatát 2011. december 9-én „summa cum laude” eredménnyel abszolválta.

Államilag elismert, középfokú, „C” típusú, szaknyelvvizsgálóval bővített angol és német nyelvvizsgákkal rendelkezik.

16. MELLÉKLETEK

Mellékletek jegyzéke

1. számú melléklet: A vállalatméret és a tőkeszerkezet közötti kapcsolat empirikus eredmények alapján.....	162
2. számú melléklet: A kor és a tőkeszerkezet közötti kapcsolat empirikus eredmények alapján.....	163
3. számú melléklet: Az eszközök összetétele és a tőkeszerkezet közötti kapcsolat empirikus eredmények alapján.....	164
4. számú melléklet: A vállalat növekedése és a tőkeszerkezet közötti kapcsolat empirikus eredmények alapján.....	165
5. számú melléklet: A növekedési és befektetési lehetőségek és a tőkeszerkezet közötti kapcsolat empirikus eredmények alapján.....	166
6. számú melléklet: A jövedelmezőség és a tőkeszerkezet közötti kapcsolat empirikus eredmények alapján.....	167
7. számú melléklet: A likviditás és a tőkeszerkezet közötti kapcsolat empirikus eredmények alapján.....	168
8. számú melléklet: A kockázat és a tőkeszerkezet közötti kapcsolat empirikus eredmények alapján.....	169
9. számú melléklet: Az adóteher és a tőkeszerkezet közötti kapcsolat empirikus eredmények alapján.....	170
10. számú melléklet: Az adatbázis felépítése.....	171
11. számú melléklet: Tőkeszerkezeti klaszterek és a háttérváltozók.....	174
12. számú melléklet: Determinánsok a tőkeszerkezeti klaszterekben.....	176

1. számú melléklet: A vállalatméret és a tőkeszerkezet közötti kapcsolat empirikus eredmények alapján

szerző(k)	publikálás éve	vállalatok a mintában	vizsgált terület és időszak	összes kötelezettség	hosszú lejáratú kötelezettségek	rövid lejáratú kötelezettségek
Balla	(2006a)	nagy (tőzsdei)	magyar (1995-2000)	pozitív, szig.	pozitív, szig.	negatív, szig.
Balla & Mateus	(2004)	nagy (tőzsdei)	magyar és portugál (1995-1999)	pozitív, szig.	pozitív, szig.	-
Balla	(2006b)	kkv és nagy	magyar feldolg.ipar (1992-2001)	pozitív, szig.	pozitív, szig.	pozitív, szig.
Balla & Mundaca	(2011)	kkv és nagy	magyar feldolg.ipar (1992-2006)	negatív, szig.	nem szig.	negatív, szig.
Bas, Muradoglu & Phylaktis	(2009)	kkv és nagy	25 fejlődő ország (2002)	pozitív, szig.	pozitív, szig.	pozitív, szig.
de Jong, Kabir & Nguyen	(2008)	kkv és nagy	42 ország (1997-2001)	-	pozitív, szig.	-
Krénusz	(2007)	kkv és nagy	magyar feldolg.ipar (1992-2003)	nem szig.	pozitív, szig.	nem szig.
Rajan & Zingales	(1995)	kkv és nagy	G-7 országai (1987-1991)	pozitív, szig.	-	-
Song	(2005)	kkv és nagy	svéd (1992-2000)	pozitív, szig.	pozitív, szig.	negatív, szig.
Szemán	(2008)	kkv és nagy	magyar (1992-2003)	negatív kapcsolat	nincs kapcsolat	nincs kapcsolat
Abor	(2008)	kkv	ghánai (1998-2003)	-	pozitív, szig.	pozitív, szig.
Hall, Hutchinson & Michaelas	(2006)	kkv	európai országok (1995-1998)	-	pozitív, szig.	pozitív, szig.
Hutchinson	(2003)	kkv	Egyesült Királyság (1990-1995)	-	pozitív, szig.	negatív, szig.
Ibrahim & Masron	(2011)	kkv	Malajzia (2007)	-	pozitív, szig.	-
Jensen & Uhl	(2008)	kkv	európai országok (2003-2004)	pozitív, szig.	pozitív, szig.	pozitív, szig.
Krasauskaite	(2011)	kkv	balti országok (2009)	-	pozitív, szig.	-
Lucey & Mac an Bhaired	(2006)	kkv	Írország (2003)	-	nem szig.	nem szig.
Mac an Bhaired & Lucey	(2010)	kkv	Írország (2003)	-	pozitív, szig.	nem szig.
Mateev, Poutziouris & Ivanov	(2013)	kkv	Közép- és Kelet-Európa (2001-05)	-	pozitív, szig.	pozitív, szig.
Psillaki & Daskalakis	(2009)	kkv	4 európai ország (1997-2002)	pozitív, szig.	-	-
Saarani & Shahadan	(2012)	kkv	Malajzia (1998-2009)	nem szig.	pozitív, szig.	negatív, szig.
Sogorb	(2002)	kkv	spanyol (1994-1998)	pozitív, szig.	pozitív, szig.	nem szig.
Sogorb-Mira & López-Gracia	(2003)	kkv	spanyol (1994-1998)	-	pozitív, szig.	-
Yazdanfar	(2008)	kkv	svéd (2002-2005)	-	pozitív, szig.	negatív, szig.

Forrás: saját szerkesztés

2. számú melléklet: A kor és a tőkeszerkezet közötti kapcsolat empirikus eredmények alapján

szerző(k)	publikálás éve	vállalatok a mintában	vizsgált terület és időszak	összes kötelezettség	hosszú lejáratú kötelezettségek	rövid lejáratú kötelezettségek
Viviani	(2008)	kkv és nagy	francia borászat (2000-2003)	negatív, szig.	-	-
Abor	(2008)	kkv	ghánai (1998-2003)	-	negatív, szig.	nem szig.
Bell & Vos	(2009)	kkv	Európa, Korea, Vietnám (2004)	-	negatív, szig.	-
Hall, Hutchinson & Michaelas	(2006)	kkv	európai országok (1995-1998)	-	negatív, szig.	negatív, szig. (volt szovjet blokk)
Hutchinson	(2003)	kkv	Egyesült Királyság (1990-1995)	-	nem szig.	negatív, szig.
Jensen & Uhl	(2008)	kkv	európai országok (2003-2004)	negatív, szig.	negatív, szig.	negatív, szig.
Krasauskaite	(2011)	kkv	balti országok (2009)	-	negatív, szig. (kisvállalkozások)	
Lucey & Mac an Bhaire	(2006)	kkv	Írország (2003)	-	negatív, szig.	nem szig.
Mac an Bhaire & Lucey	(2010)	kkv	Írország (2003)	-	negatív, szig.	nem szig.
Saarani & Shahadan	(2012)	kkv	Malajzia (1998-2009)	negatív, szig.	negatív, szig.	nem szig.
Sogorb-Mira & López-Gracia	(2003)	kkv	spanyol (1994-1998)	-	negatív, szig.	-
Yazdanfar	(2008)	kkv	svéd (2002-2005)	-	negatív, szig.	negatív, szig.

Forrás: saját szerkesztés

3. számú melléklet: Az eszközök összetétele és a tőkeszerkezet közötti kapcsolat empirikus eredmények alapján

szerző(k)	publikálás éve	vállalatok a mintában	vizsgált terület és időszak	összes kötelezettség	hosszú lejáratú kötelezettségek	rövid lejáratú kötelezettségek
Balla	(2006a)	nagy	magyar (1995-2000)	negatív, szig. (eszközigenyesség: nem szig.)	nem szig. (eszközigenyesség: negatív, szig.)	negatív, szig. (eszközigenyesség: pozitív, szig.)
Balla & Mateus	(2004)	nagy	magyar és portugál (1995-1999)	negatív, szig.	pozitív, szig.	-
Balla	(2006b)	kkv és nagy	magyar feldolg.ipar (1992-2001)	negatív, szig. (ei: pozitív, szig.)	pozitív, szig. (ei: negatív, szig.)	negatív, szig. (ei: pozitív, szig.)
Balla & Mundaca	(2011)	kkv és nagy	magyar feldolg.ipar (1992-2006)	negatív, szig.	nem szig.	negatív, szig.
Bas, Muradoglu & Phylaktis	(2009)	kkv és nagy	25 fejlődő ország (2002)	negatív, szig.	pozitív, szig.	negatív, szig.
de Jong, Kabir & Nguyen	(2008)	kkv és nagy	42 ország (1997-2001)	-	pozitív, szig.	-
Krénuusz	(2007)	kkv és nagy	magyar feldolg.ipar (1992-2003)	(tőkeigenyesség: pozitív, szig.)	(tőkeigenyesség: nem szig.)	(tőkeigenyesség: pozitív, szig.)
Rajan & Zingales	(1995)	kkv és nagy	G-7 országai (1987-1991)	pozitív, szig.	-	-
Song	(2005)	kkv és nagy	svéd (1992-2000)	pozitív, szig.	pozitív, szig.	negatív, szig.
Szemán	(2008)	kkv és nagy	magyar (1992-2003)	negatív, szig.	-	-
Viviani	(2008)	kkv és nagy	francia borászat (2000-2003)	pozitív, szig.	pozitív, szig.	pozitív, szig.
Abor	(2008)	kkv	ghánai (1998-2003)	-	pozitív, szig.	negatív, szig.
Hall, Hutchinson & Michaelas	(2006)	kkv	európai országok (1995-1998)	-	pozitív, szig.	negatív, szig.
Hutchinson	(2003)	kkv	Egyesült Királyság (1990-1995)	-	pozitív, szig.	negatív, szig.
Ibrahim & Masron	(2011)	kkv	Malajzia (2007)	-	pozitív, szig.	-
Jensen & Uhl	(2008)	kkv	európai országok (2003-2004)	pozitív, szig.	pozitív, szig.	negatív, szig.
Krasauskaite	(2011)	kkv	balti országok (2009)	-	pozitív, szig.	-
Mateev, Poutziouris & Ivanov	(2013)	kkv	Közép- és Kelet-Európa (2001-05)	-	pozitív, szig.	pozitív, szig.
Psillaki & Daskalakis	(2009)	kkv	4 európai ország (1997-2002)	negatív, szig.	-	-
Saarani & Shahadan	(2012)	kkv	Malajzia (1998-2009)	negatív, szig.	pozitív, szig.	negatív, szig.
Sogorb	(2002)	kkv	spanyol (1994-1998)	pozitív, szig.	pozitív, szig.	negatív, szig.
Sogorb-Mira & López-Gracia	(2003)	kkv	spanyol (1994-1998)	-	pozitív, szig.	-
Yazdanfar	(2008)	kkv	svéd (2002-2005)	-	pozitív, szig.	negatív, szig.

Forrás: saját szerkesztés

4. számú melléklet: A vállalat növekedése és a tőkeszerkezet közötti kapcsolat empirikus eredmények alapján

szerző(k)	publikálás éve	vállalatok a mintában	vizsgált terület és időszak	összes kötelezettség	hosszú lejáratú kötelezettségek	rövid lejáratú kötelezettségek
Balla	(2006a)	nagy	magyar (1995-2000)	nem szig.	nem szig.	negatív, szig.
Balla	(2006b)	kkv és nagy	magyar feldolg.ipar (1992-2001)	nem szig.	negatív, szig.	pozitív, szig.
Balla & Mundaca	(2011)	kkv és nagy	magyar feldolg.ipar (1992-2006)	nem szig.	nem szig.	nem szig.
Krénuusz	(2007)	kkv és nagy	magyar feldolg.ipar (1992-2003)	nem szig.	nem szig.	nem szig.
Song	(2005)	kkv és nagy	svéd (1992-2000)	pozitív, szig.	nem szig.	negatív, szig.
Viviani	(2008)	kkv és nagy	francia borászat (2000-2003)	pozitív, szig.	pozitív, szig.	-
Abor	(2008)	kkv	ghánai (1998-2003)	-	pozitív, szig.	pozitív, szig.
Bell & Vos	(2009)	kkv	Európa, Korea, Vietnám (2004)	-	pozitív, szig.	-
Hall, Hutchinson & Michaelas	(2006)	kkv	európai országok (1995-1998)	-	pozitív, szig.	pozitív, szig.
Hutchinson	(2003)	kkv	Egyesült Királyság (1990-1995)	-	nem szig.	nem szig.
Jensen & Uhl	(2008)	kkv	európai országok (2003-2004)	pozitív, szig.	pozitív, szig.	pozitív, szig.
Krasauskaite	(2011)	kkv	balti országok (2009)	-	pozitív és negatív, szig.	-
Psillaki & Daskalakis	(2009)	kkv	4 európai ország (1997-2002)	nem szig.	-	-
Yazdanfar	(2008)	kkv	svéd (2002-2005)	-	nem szig.	pozitív, szig.

Forrás: saját szerkesztés

5. számú melléklet: A növekedési és befektetési lehetőségek és a tőkeszerkezet közötti kapcsolat empirikus eredmények alapján

szerző(k)	publikálás éve	vállalatok a mintában	vizsgált terület és időszak	összes kötelezettség	hosszú lejáratú kötelezettségek	rövid lejáratú kötelezettségek
Növekedési lehetőségek: immateriális javak/ összes eszköz						
Hall, Hutchinson & Michaelas	(2006)	kkv	európai országok (1995-1998)	-	nem szig.	pozitív, szig.
Krasauskaite	(2011)	kkv	balti országok (2009)	-	pozitív, szig.	-
Mateev, Poutziouris & Ivanov	(2013)	kkv	Közép- és Kelet-Európa (2001-05)	-	pozitív, szig.	nem szig.
Saarani & Shahadan	(2012)	kkv	Malajzia (1998-2009)	negatív, szig.	negatív, szig.	nem szig.
Sogorb	(2002)	kkv	spanyol (1994-1998)	pozitív, szig.	pozitív, szig.	negatív, szig.
Sogorb-Mira & López-Gracia	(2003)	kkv	spanyol (1994-1998)	-	pozitív, szig.	-
Növekedési lehetőségek: forgalom/ K+F						
Lucey & Mac an Bhaired	(2006)	kkv	Írország (2003)	-	nem szig.	nem szig.
Mac an Bhaired & Lucey	(2010)	kkv	Írország (2003)	-	nem szig.	nem szig.
Növekedési lehetőségek: összes eszköz piaci értéke/ összes eszköz könyv szerinti értéke						
de Jong, Kabir & Nguyen	(2008)	kkv és nagy	42 ország (1997-2001)	-	negatív, szig.	-
Befektetési lehetőségek: a vállalat piaci értéke/ a vállalat könyv szerinti értéke						
Rajan & Zingales	(1995)	kkv és nagy	G-7 országai (1987-1991)	negatív, szig.	-	-
Befektetési hajlandóság: befektetések negyedéves növekedési üteme						
Krénusz	(2005a)	nagy	amerikai feldolg. ipar (2002)	nem szig.	nem szig.	nem szig.
Befektetési hajlandóság: beruházás/ árbevétel						
Bell & Vos	(2009)	kkv	Európa, Korea, Vietnám (2004)	-	pozitív, szig.	-

Forrás: saját szerkesztés

6. számú melléklet: A jövedelmezőség és a tőkeszerkezet közötti kapcsolat empirikus eredmények alapján

szerző(k)	publikálás éve	vállalatok a mintában	vizsgált terület és időszak	összes kötelezettség	hosszú lejáratú kötelezettségek	rövid lejáratú kötelezettségek
Balla	(2006a)	nagy	magyar (1995-2000)	negatív, szig.	nem szig.	negatív, szig.
Balla & Mateus	(2004)	nagy	magyar és portugál (1995-1999)	nem szig.	pozitív, szig.	-
Krénuszt	(2005a)	nagy	amerikai feldolg.ipar (2002)	-	nem szig. (eredményesség: pozitív, szig.)	-
Balla & Mundaca	(2011)	kkv és nagy	magyar feldolg.ipar (1992-2006)	negatív, szig.	nem szig.	negatív, szig.
Balla	(2006b)	kkv és nagy	magyar feldolg.ipar (1992-2001)	negatív, szig.	nem szig.	negatív, szig.
Bas, Muradoglu & Phylaktis	(2009)	kkv és nagy	25 fejlődő ország (2002)	negatív, szig.	negatív, szig.	negatív, szig.
de Jong, Kabir & Nguyen	(2008)	kkv és nagy	42 ország (1997-2001)	-	negatív, szig.	-
Krénuszt	(2007)	kkv és nagy	magyar feldolg.ipar (1992-2003)	negatív, szig.	negatív, szig.	negatív, szig.
Rajan & Zingales	(1995)	kkv és nagy	G-7 országai (1987-1991)	negatív, szig.	-	-
Song	(2005)	kkv és nagy	svéd (1992-2000)	negatív, szig.	negatív, szig.	negatív, szig.
Szemán	(2008)	kkv és nagy	magyar (1992-2003)	nem szig.	negatív, szig.	-
Viviani	(2008)	kkv és nagy	francia borászat (2000-2003)	negatív, szig.	negatív, szig.	negatív, szig.
Abor	(2008)	kkv	ghánai (1998-2003)	-	negatív, szig.	negatív, szig.
Bell & Vos	(2009)	kkv	Európa, Korea, Vietnám (2004)	-	negatív, szig.	-
Hall, Hutchinson & Michaelas	(2006)	kkv	európai országok (1995-1998)	-	negatív, szig.	negatív, szig.
Hutchinson	(2003)	kkv	Egyesült Királyság (1990-1995)	-	nem szig.	negatív, szig.
Ibrahim & Masron	(2011)	kkv	Malajzia (2007)	-	negatív, szig.	-
Jensen & Uhl	(2008)	kkv	európai országok (2003-2004)	negatív, szig.	negatív, szig.	negatív, szig.
Krasauskaite	(2011)	kkv	balti országok (2009)	-	negatív, szig.	-
Mateev, Poutziouris & Ivanov	(2013)	kkv	Közép- és Kelet-Európa (2001-05)	-	nem szig.	negatív, szig.
Psillaki & Daskalakis	(2009)	kkv	4 európai ország (1997-2002)	negatív, szig.	-	-
Saarani & Shahadan	(2012)	kkv	Malajzia (1998-2009)	negatív, szig.	negatív, szig.	negatív, szig.
Sogorb	(2002)	kkv	spanyol (1994-1998)	negatív, szig.	negatív, szig.	negatív, szig.
Sogorb-Mira & López-Gracia	(2003)	kkv	spanyol (1994-1998)	-	negatív, szig.	-
Yazdanfar	(2008)	kkv	svéd (2002-2005)	-	negatív, szig.	negatív, szig.

Forrás: saját szerkesztés

7. számú melléklet: A likviditás és a tőkeszerkezet közötti kapcsolat empirikus eredmények alapján

szerző(k)	publikálás éve	vállalatok a mintában	vizsgált terület és időszak	összes kötelezettség	hosszú lejáratú kötelezettségek	rövid lejáratú kötelezettségek
Balla	(2006a)	nagy	magyar (1995-2000)	negatív, szig.	nem szig.	negatív, szig.
Krénusz	(2005a)	nagy	amerikai feldolg.ipar (2002)	-	negatív, szig.	-
Balla	(2006b)	kkv és nagy	magyar feldolg.ipar (1992-2001)	negatív, szig.	negatív, szig.	negatív, szig.
Balla & Mundaca	(2011)	kkv és nagy	magyar feldolg.ipar (1992-2006)	negatív, szig.	nem szig.	negatív, szig.
de Jong, Kabir & Nguyen	(2008)	kkv és nagy	42 ország (1997-2001)	-	negatív, szig.	-
Krénusz	(2007)	kkv és nagy	magyar feldolg.ipar (1992-2003)	negatív, szig.	pozitív, szig.	negatív, szig.
Szemán	(2008)	kkv és nagy	magyar (1992-2003)	negatív, szig.	-	negatív, szig.
Viviani	(2008)	kkv és nagy	francia borászat (2000-2003)	negatív, szig.	negatív, szig.	-
Ibrahim & Masron	(2011)	kkv	Malajzia (2007)	-	nem szig.	-
Mateev, Poutziouris & Ivanov	(2013)	kkv	Közép- és Kelet-Európa (2001-05)	-	pozitív, szig.	negatív, szig.
Saarani & Shahadan	(2012)	kkv	Malajzia (1998-2009)	negatív, szig.	pozitív, szig.	negatív, szig.
Sogorb-Mira & López-Gracia	(2003)	kkv	spanyol (1994-1998)	-	nem szig.	-
Nettó eladósodottság: (adósság - hitelek) / összes eszköz						
Hall, Hutchinson & Michaelas	(2006)	kkv	európai országok (1995-1998)	-	pozitív, szig.	pozitív, szig.
Krasauskaite	(2011)	kkv	balti országok (2009)	-	nem szig.	-
Likviditás: fizetendő osztalék / működési jövedelem						
Abor	(2008)	kkv	ghánai (1998-2003)	-	negatív, szig.	nem szig.
Nemfizetés kockázata: kamatfizetési kötelezettség / EBIT						
Sogorb-Mira & López-Gracia	(2003)	kkv	spanyol (1994-1998)	-	negatív, szig.	-
Jelzésérték: osztalék/ üzemi tevékenység eredménye						
Balla	(2006a)	nagy	magyar (1995-2000)	nem szig.	nem szig.	nem szig.
Balla	(2006b)	kkv és nagy	magyar feldolg.ipar (1992-2001)	pozitív, szig.	negatív, szig.	negatív, szig.

Forrás: saját szerkesztés

8. számú melléklet: A kockázat és a tőkeszerkezet közötti kapcsolat empirikus eredmények alapján

szerző(k)	publikálás éve	vállalatok a mintában	vizsgált terület és időszak	összes kötelezettség	hosszú lejáratú kötelezettségek	rövid lejáratú kötelezettségek
Balla	(2006a)	nagy	magyar (1995-2000)	pozitív, szig.	nem szig.	pozitív, szig.
Balla & Mateus	(2004)	nagy	magyar és portugál (1995-1999)	pozitív, szig.	pozitív, szig.	-
Krénuszt	(2005a)	nagy	amerikai feldolg.ipar (2002)	-	nem szig.	-
Balla	(2006b)	kkv és nagy	magyar feldolg.ipar (1992-2001)	pozitív, szig.	nem szig.	pozitív, szig.
de Jong, Kabir & Nguyen	(2008)	kkv és nagy	42 ország (1997-2001)	-	negatív, szig.	-
Krénuszt	(2007)	kkv és nagy	magyar feldolg.ipar (1992-2003)	nem szig.	pozitív, szig.	nem szig.
Song	(2005)	kkv és nagy	svéd (1992-2000)	pozitív, szig.	negatív, szig.	pozitív, szig.
Szemán	(2008)	kkv és nagy	magyar (1992-2003)	pozitív, szig.	pozitív, szig.	-
Viviani	(2008)	kkv és nagy	francia borászat (2000-2003)	negatív, szig.	negatív, szig.	-
Abor	(2008)	kkv	ghánai (1998-2003)	-	negatív, szig.	pozitív, szig.
Hall, Hutchinson & Michaelas	(2006)	kkv	európai országok (1995-1998)	-	negatív, szig.	negatív, szig.
Psillaki & Daskalakis	(2009)	kkv	4 európai ország (1997-2002)	negatív, szig.	-	-
Yazdanfar	(2008)	kkv	svéd (2002-2005)	-	negatív, szig.	pozitív, szig.

Forrás: saját szerkesztés

9. számú melléklet: Az adóteher és a tőkeszerkezet közötti kapcsolat empirikus eredmények alapján

szerző(k)	publikálás éve	vállalatok a mintában	vizsgált terület és időszak	összes kötelezettség	hosszú lejáratú kötelezettségek	rövid lejáratú kötelezettségek
Átlagos adóteher: adó/ adózás előtti eredmény						
Balla	(2006a)	nagy	magyar (1995-2000)	negatív, szig.	nem szig.	negatív, szig.
Balla & Mateus	(2004)	nagy	magyar és portugál (1995-1999)	pozitív, szig.	nem szig.	-
Balla	(2006b)	kkv és nagy	magyar feldolg.ipar (1992-2001)	negatív, szig.	pozitív, szig.	negatív, szig.
de Jong, Kabir & Nguyen	(2008)	kkv és nagy	42 ország (1997-2001)	-	negatív, szig.	-
Krénuusz	(2007)	kkv és nagy	magyar feldolg.ipar (1992-2003)			
Szemán	(2008)	kkv és nagy	magyar (1992-2003)			
Abor	(2008)	kkv	ghánai (1998-2003)	-	negatív, szig.	pozitív, szig.
Krasauskaite	(2011)	kkv	balti országok (2009)	-	nem szig.	-
Saarani & Shahadan	(2012)	kkv	Malajzia (1998-2009)	nem szig.	nem szig.	nem szig.
Sogorb	(2002)	kkv	spanyol (1994-1998)	negatív, szig.	negatív, szig.	nem szig.
Sogorb-Mira & López-Gracia	(2003)	kkv	spanyol (1994-1998)	-	pozitív, szig.	-
Nem adósságjellegű adómegettakarítás: amortizáció/ összes eszköz						
Song	(2005)	kkv és nagy	svéd (1992-2000)	nem szig.	negatív, szig.	pozitív, szig.
Viviani	(2008)	kkv és nagy	francia borászat (2000-2003)	negatív, szig.	pozitív, szig.	negatív, szig.
Hall, Hutchinson & Michaelas	(2006)	kkv	európai országok (1995-1998)	-	nem szig.	pozitív, szig.
Jensen & Uhl	(2008)	kkv	európai országok (2003-2004)	negatív, szig.	nem szig.	negatív, szig.
Sogorb	(2002)	kkv	spanyol (1994-1998)	negatív, szig.	negatív, szig.	negatív, szig.
Sogorb-Mira & López-Gracia	(2003)	kkv	spanyol (1994-1998)	-	negatív, szig.	-

Forrás: saját szerkesztés

10. számú melléklet: Az adatbázis felépítése

Adókötelezettség meghatározásához kapcsolódó adatok

1.	Adózás előtti eredmény	tab001
2.	Társasági adó	tab012
3.	Adómentesség	tab062
4.	Adókedvezmények	tab015
5.	A 20XX. évi (illetve az üzleti évi) adókötelezettség	tab017

Az eredménykimutatásból rendelkezésre álló adatok

Ssz.	"A" eredménykimutatás	kód
I.	Értékesítés nettó árbevétele	tac002
	Ebből: exportértékesítés nettó árbevétele	tac003
II.	Aktivált saját teljesítmények értéke (+/-)	tac006
III.	Egyéb bevételek összesen	tac005
IV.	Anyagjellegű ráfordítások összesen	tac007
V.	Személyi jellegű ráfordítások összesen	tac012
VI.	Értékcsökkenési leírás	tac016
VII.	Egyéb ráfordítások összesen	tac018
A.	ÜZEMI (ÜZLETI) TEVÉKENYSÉG EREDMÉNYE (I±II+III-IV-V-VI-VII)	tac019
VIII.	Pénzügyi műveletek bevételei összesen	tac023
IX.	Pénzügyi műveletek ráfordításai összesen (+/-)	tac026
	Ebből: nem magánszemélynek fizetett, fizetendő kamatok és kamattellegű ráfordítások	tah026
	Ebből: magánszemélynek fizetett kamatok és kamattellegű ráfordítások	tah027
B.	PÉNZÜGYI MŰVELETEK EREDMÉNYE (VIII-IX)	tac030
C.	SZOKÁSOS VÁLLALKOZÁSI EREDMÉNY (±A±B)	tac088
X.	Rendkívüli bevételek összesen	tac034
	Ebből: visszafizetési kötelezettség nélkül, nem költségek, ráfordítások ellentételezésére kapott támogatás, juttatás	tac066
XI.	Rendkívüli ráfordítások összesen	tac035
	Ebből: visszafizetési kötelezettség nélkül, nem költségek, ráfordítások ellentételezésére kapott támogatás, juttatás	tac068
D.	RENDKÍVÜLI EREDMÉNY (X-XI)	tac036
E.	ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY (±C±D)	tab001
XII.	Adófizetési kötelezettség	tab017
F.	ADÓZOTT EREDMÉNY (±E-XII)	
	Eredménytartalék igénybe vétele osztalékra, részesedésre	
	Jóváhagyott osztalék, részesedés	
G.	MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY (±F+22-23)	tah187

A mérlegből rendelkezésre álló adatok

Ssz.	"A" mérleg - Eszközök	kód
A.	Befektetett eszközök	
I.	Immateriális javak	tah186
II.	Tárgyi eszközök	tah033
III.	Befektetett pénzügyi eszközök	tah087
B.	Forgóeszközök	
I.	Készletek	tah088
II.	Követelések könyv szerinti értéke	tah041
	Ebből: követelések áruszállításból és szolgáltatásból (vevők)	tah042
III.	Értékpapírok (forgóeszközök része)	tah043
IV.	Pénzeszközök	tah044
C.	Aktív időbeli elhatárolások	tah045
	Eszközök összesen - Mérlegfőösszeg	tah061

Ssz.	"A" mérleg - Források	kód
D.	Saját tőke	
I.	Jegyzett tőke összege	tah001
	Ebből: állami tulajdon	tah002
	Ebből: önkormányzati tulajdon	tah003
	Ebből: belföldi magánszemély tulajdona	tah004
	Ebből: belföldi egyéb társaság, gazdálkodó szervezet tulajdona	tah005
	Ebből: külföldi tulajdon	tah007
II.	Jegyzett, de még be nem fizetett tőke (-)	tah012
III.	Tőketartalék	tah048
IV.	Eredménytartalék (+/-)	tah189
V.	Lekötött tartalék	tah208
VI.	Értékelési tartalék	tah060
VII.	Általános tartalék	tah179
VIII.	Mérleg szerinti eredmény (+/-)	tah187
E.	Céltartalékok	tah059
F.	Kötelezettségek	
I.	Hátrasorolt kötelezettségek	tah209
II.	Hosszú lejáratú kötelezettségek	tah051
	Ebből: beruházási és fejlesztési hitelek	tah052
	Ebből: tulajdonos(ok) által nyújtott hosszú lejáratú kölcsönök	tah227
III.	Rövid lejáratú kötelezettségek	tah054
	Ebből: kötelezettségek áruszállításból és szolgáltatásból (szállítók)	tah055
	Ebből: tulajdonosokkal szembeni kötelezettségek	tah180
	Ebből: egyéb kapott hitelek, kölcsönök összege	tah199
G.	Passzív időbeli elhatárolások	tah058
	Eszközök összesen - Mérlegfőösszeg	tah061

Tájékoztató jellegű adatok

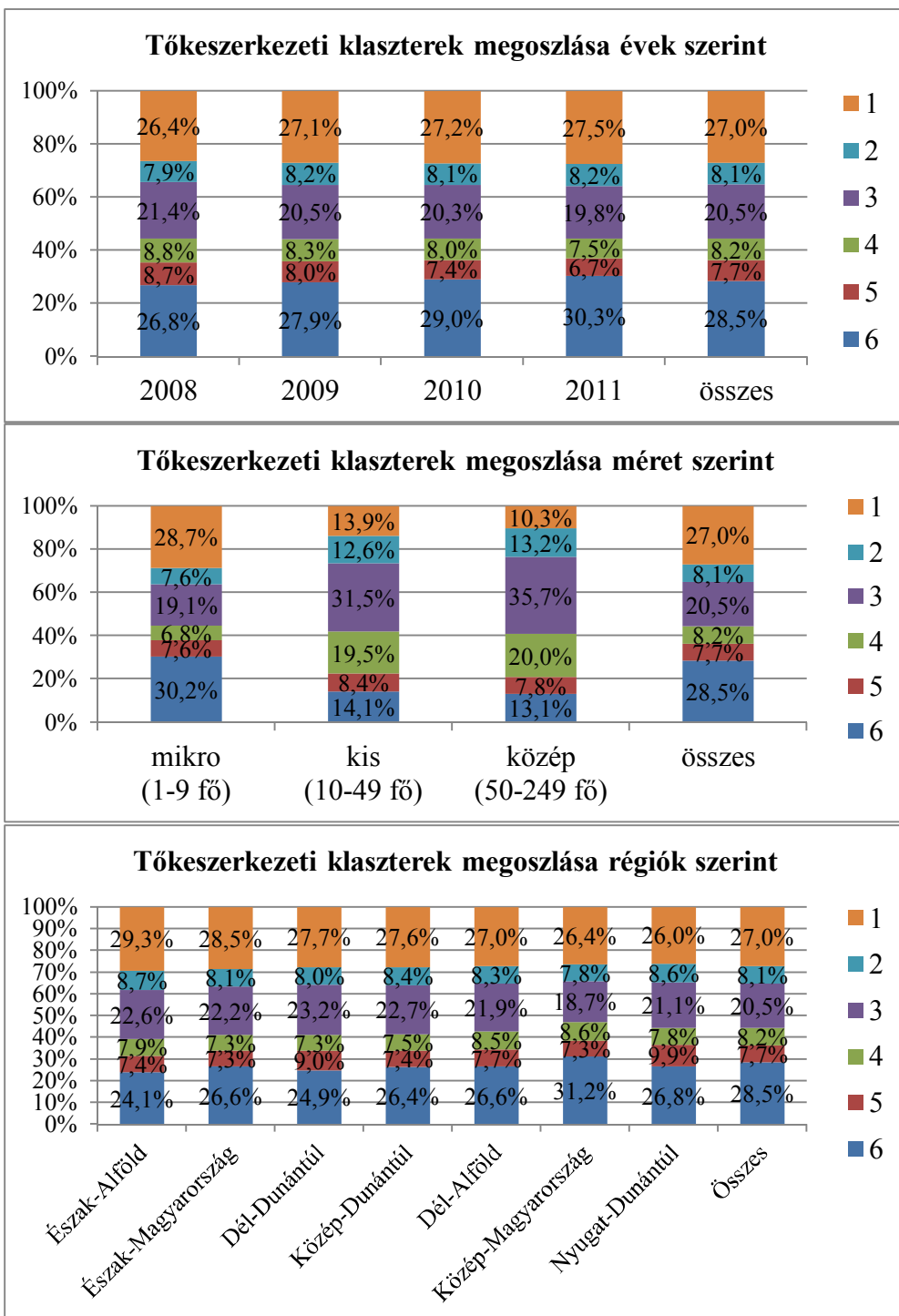
1.	Foglalkoztatottak átlagos állományi létszáma	tah082
2.	A tárgyévben üzembe helyezett beruházások aktivált értéke	tah197
3.	A tárgyévi beruházási érték	tah222

Rendelkezésre álló háttérváltozók

1.	Sorszám (szervezeti kód)	sorszam
2.	Gazdálkodási év	date
3.	Mikro-, kis, illetve középvállalkozási kód	kkv
4.	Adózó székhelyének településkódja	szekhelykod
5.	Adózó székhelyének megnevezése	szekhely
6.	Megyekód	megye
7.	Régiókód	tegio
8.	TEÁOR főcsoport	teaor
9.	Ágazati 4 jegyű TEAOR kód	teaor2008
10.	2 jegyű gazdálkodási formakód	gaf
11.	Eltérő üzleti év	eltero

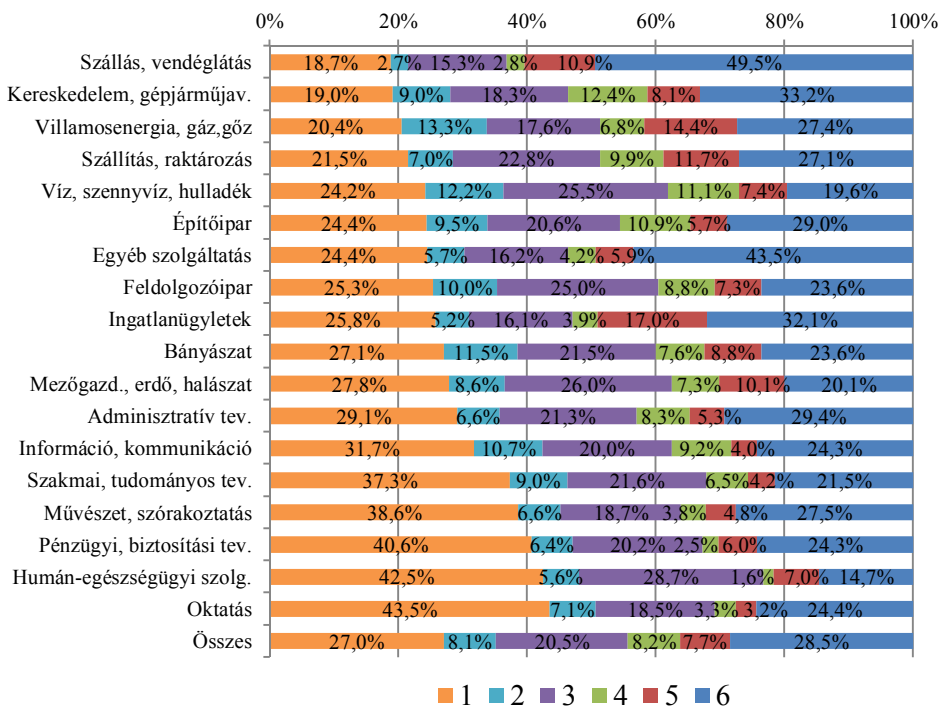
Forrás: saját szerkesztés

11. számú melléklet: Tőkeszerkezeti klaszterek és a háttérváltozók

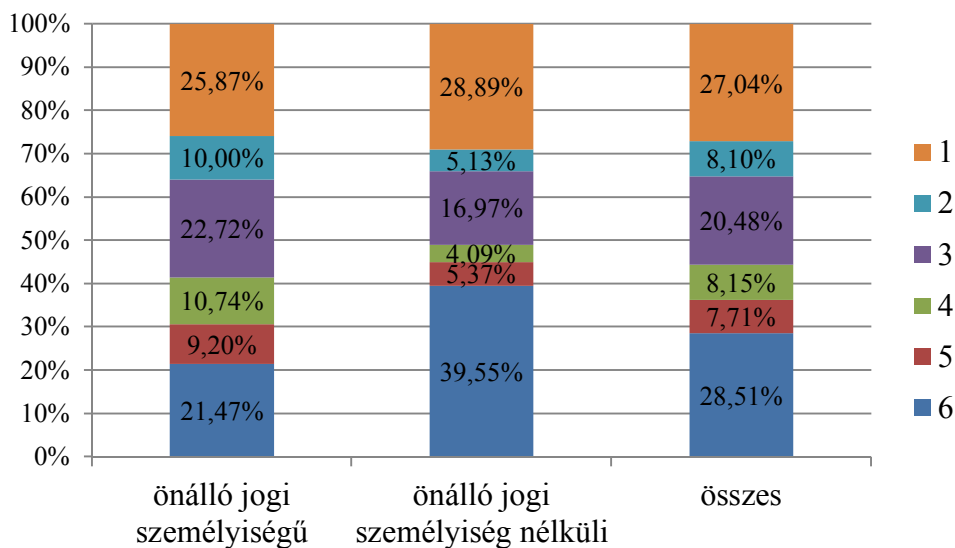


Forrás: saját szerkesztés

Tőkeszerkezeti klaszterek megoszlása tevékenységek szerint

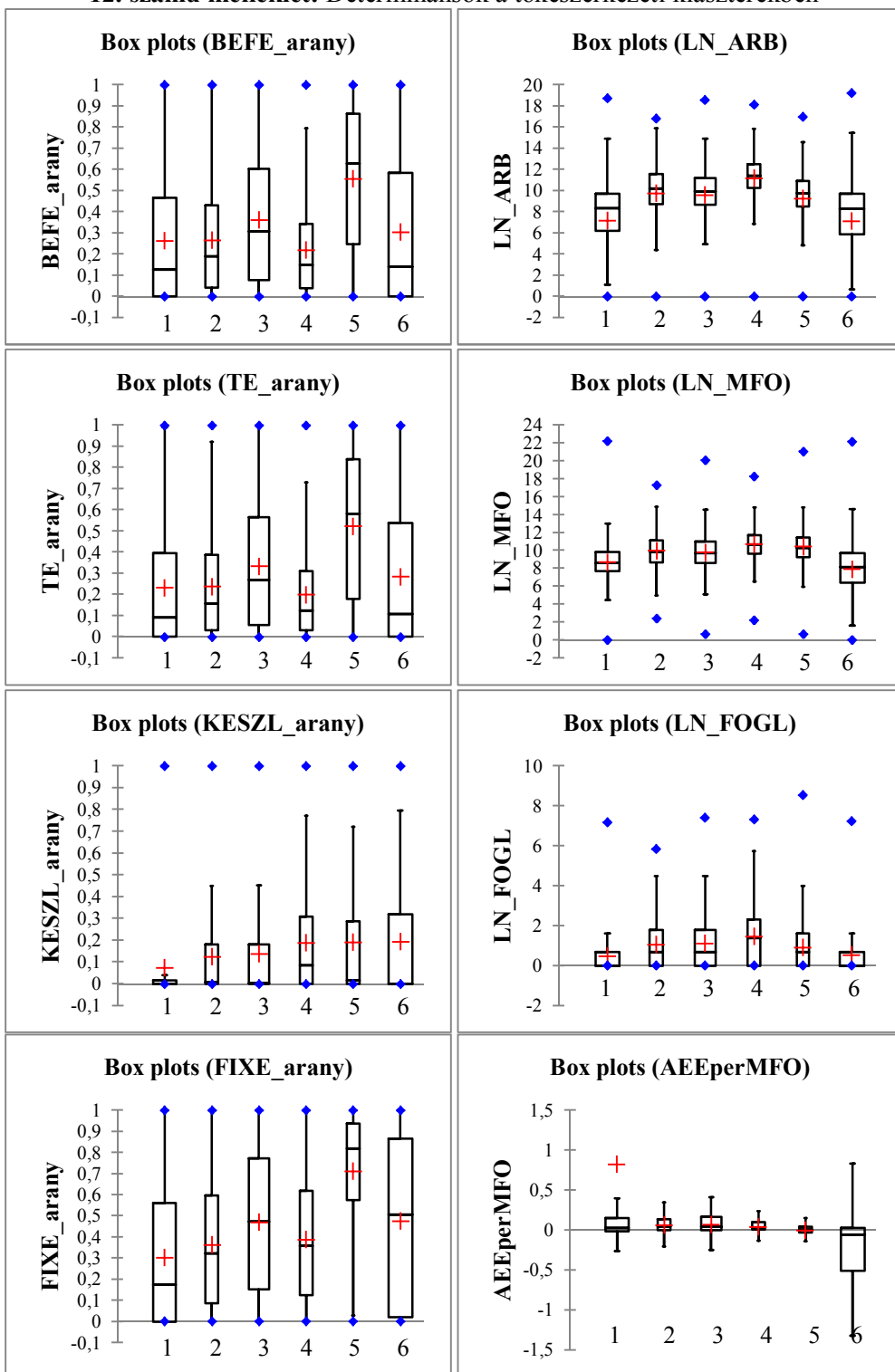


Tőkeszerkezeti klaszterek megoszlása gazdálkodási forma szerint

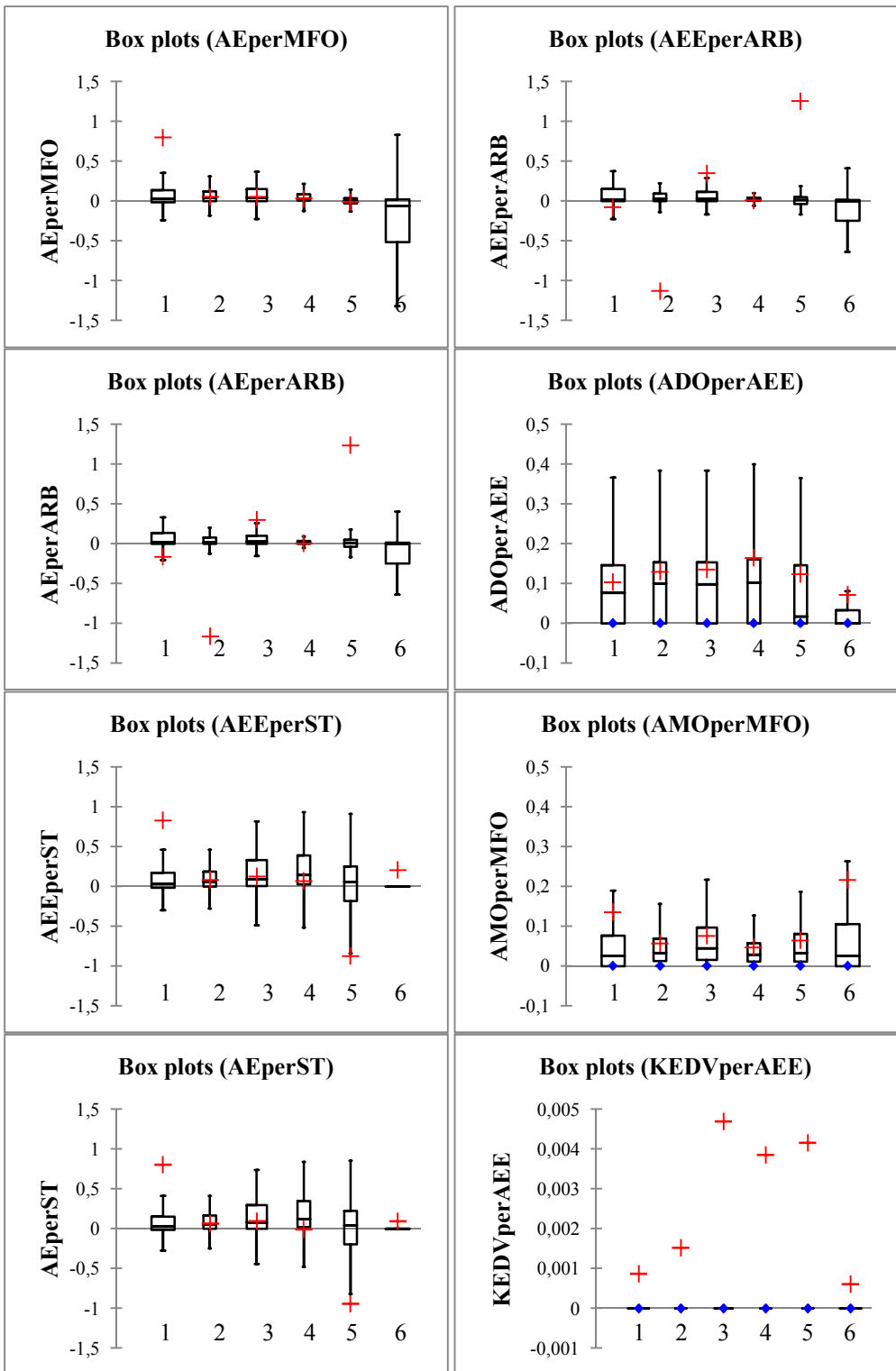


Forrás: saját szerkesztés

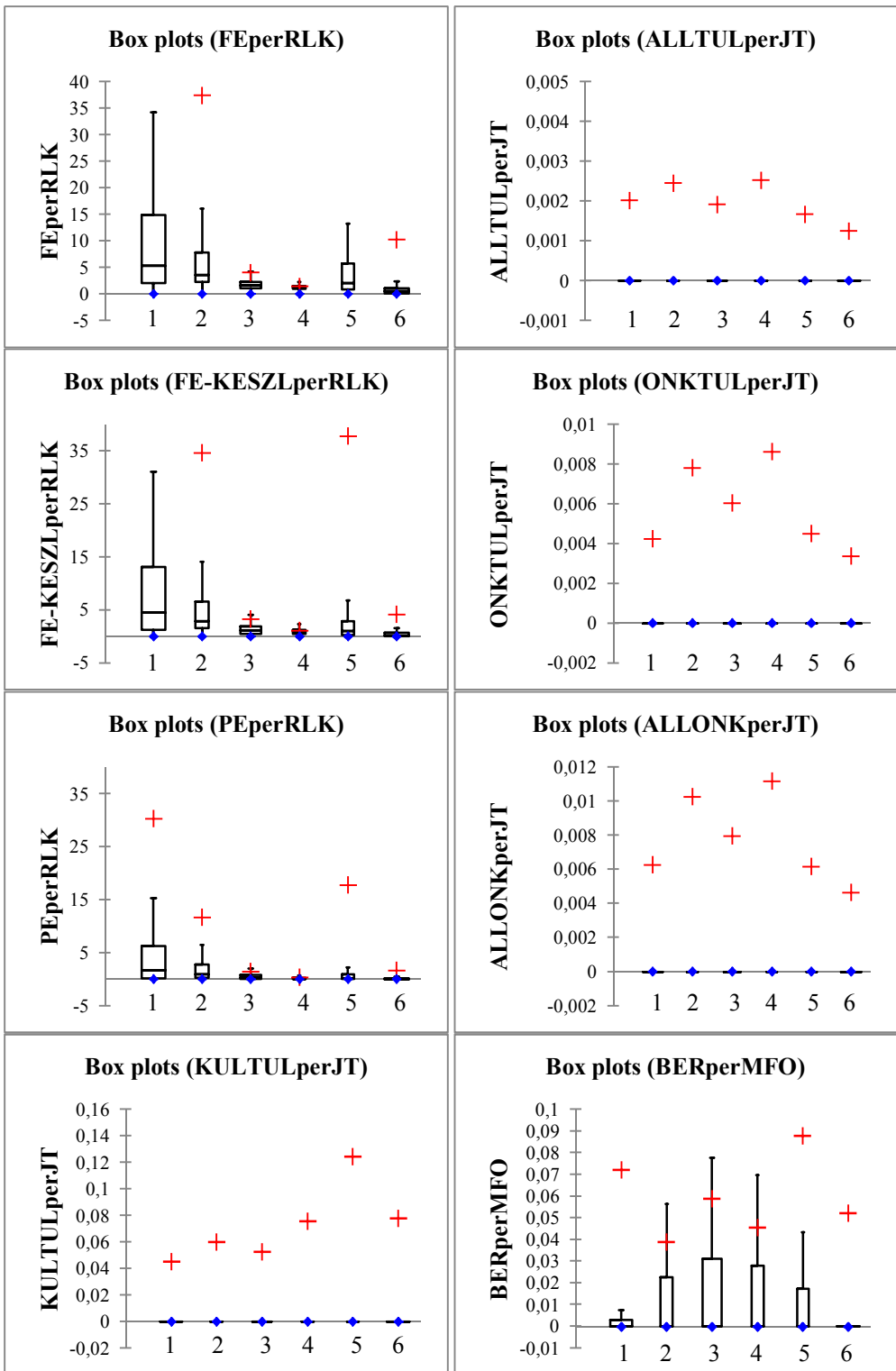
12. számú melléklet: Determinánsok a tőkeszerkezeti klaszterekben



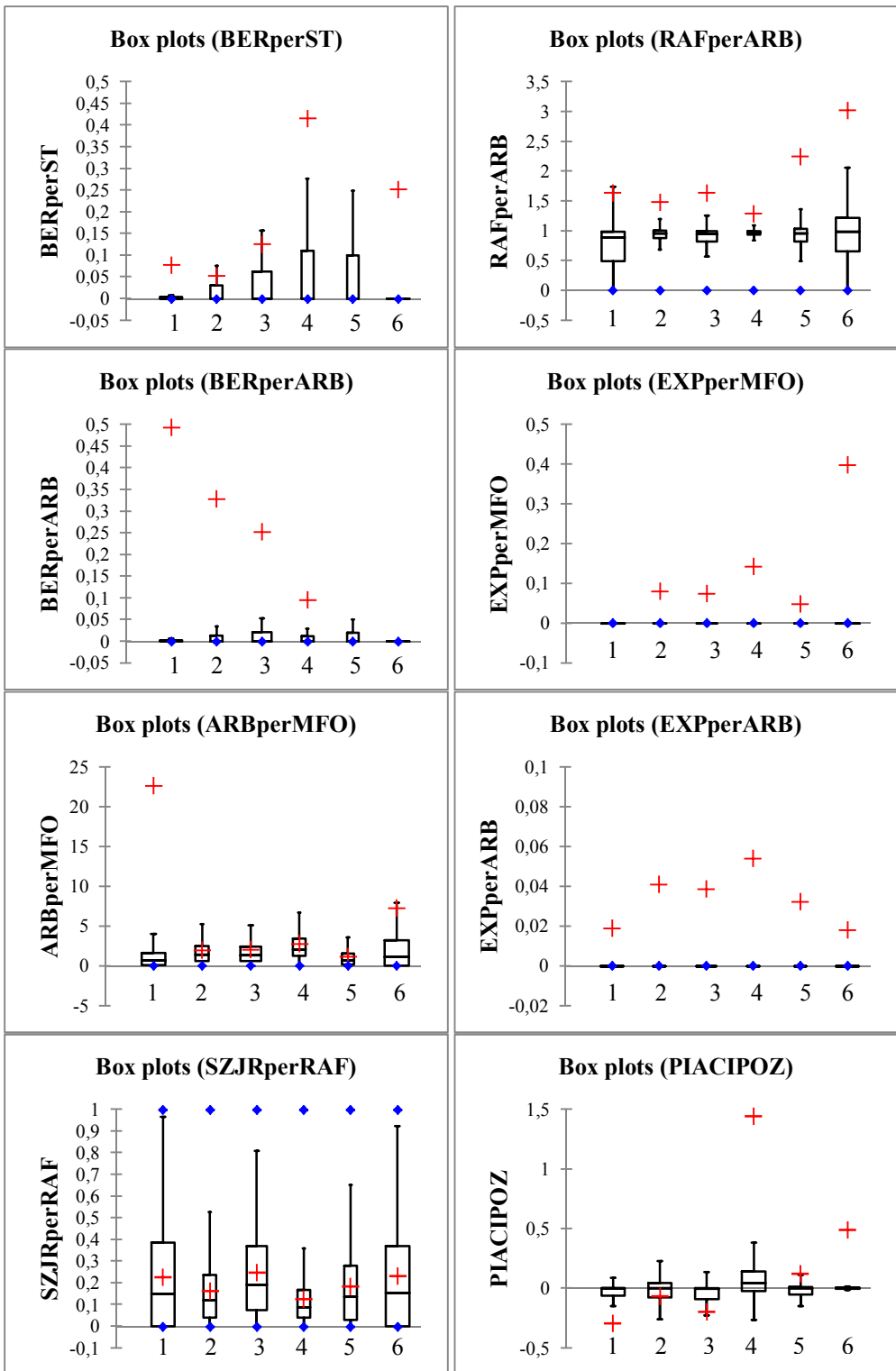
Forrás: saját szerkesztés



Forrás: saját szerkesztés



Forrás: saját szerkesztés



Forrás: saját szerkesztés