

**MISKOLCI EGYETEM
GAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR**

**VÁLLALKOZÁSELMÉLET ÉS GYAKORLAT
DOKTORI ISKOLA**

A doktori iskola vezetője:

Dr. Nagy Aladár

egyetemi tanár

a közgazdaságtudomány doktora

Szemán Judit

**A MAGYAR VÁLLALATI SZÉKTOR TŐKESZERKEZETÉNEK
ELEMZÉSE 1992-2003 KÖZÖTT**

Ph.D Értekezés

Tudományos vezető:

Dr. Vigvári András

egyetemi docens

a közgazdaságtan kandidátusa

Miskolc, 2008

Tartalomjegyzék

TARTALOMJEGYZÉK.....	I
ÁBRÁK JEGYZÉKE	III
TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE	IV
1. BEVEZETÉS	1
2. VÁLLALATFINANSZÍROZÁS ÉS TŐKESZERKEZET	6
3. TŐKESZERKEZET ELMÉLETEK.....	9
3.1. TRADICIONÁLIS ELMÉLET	12
3.2. MODIGLIANI – MILLER TÉTELEI	16
3.2.1. MM I. téttele.....	17
3.2.2. MM II. téttele.....	19
3.3. A TRADÍCIONÁLIS ÉS A MM ELMÉLET ÖSSZEHASONLÍTÁSA	22
3.4. AZ ADÓZÁS BEVEZETÉSE A MODIGLIANI-MILLER MODELLBE – MÓDOSÍTOTT MM. I. TÉTEL	23
3.4.1. Myers véleménye az adózás hatásáról.....	29
3.4.2. DeAngelo-Masulis véleménye az adózás hatásáról	31
3.4.3. Zechner és Swoboda véleménye az adózás hatásáról.....	31
3.5. A VÁLASZTÁSOS ELMÉLET (TRADE-OFF THEORY).....	32
3.5.1. Dinamikus választásos elmélet.....	38
3.5.2. Titman és Tsyplakov dinamikus modellje	39
3.5.3. Hennessy és Whited modellje.....	39
3.6. FINANSZÍROZÁS ÉS VÁLLALATI ÉLETGÖRBE – DINAMIKUS FINANSZÍROZÁSI ÁTTÉTELKEZELÉS.....	40
3.7. A TŐKESZERKEZET INFORMÁCIÓELMÉLETI MEGKÖZELÍTÉSEI	42
3.7.1. Ügynök elmélet a vállalatfinanszírozásban (Agency theory)	42
3.7.2. Aszimmetrikus információon alapuló elméletek	50
3.7.2.1. Hierarchia elmélet (Pecking order theory)	50
3.7.2.2. A hitelarány, mint a vállalat jövőbeli lehetőségeinek jelzése	57
3.7.2.3. Csordaszellem – Statikus finanszírozási áttételkezelés.....	58
3.8. LEGÚJABB ELMÉLETEK	59
3.8.1. A tehetetlenség elméletén alapuló tőkestruktúra.....	59
3.8.2. Piaci időzítésen alapuló tőkestruktúra	59
3.9. AZ ELMÉLETEK ÖSSZEFOGLALÁSA	60
4. A VÁLLALATI TŐKESTRUKTÚRA MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐI	63
4.1. MAKROGAZDASÁGI TÉNYEZŐK	65
4.1.1. A tőkepiac fejlettsége és a bankrendszer jellemzői.....	70
4.1.2. Az adórendszer	73
4.1.3. A csődtörvény.....	75
4.2. VÁLLALATI TÉNYEZŐK	78
4.2.1. Az eszközök összetétele.....	79
4.2.2. A vállalati méret.....	81
4.2.3. Jövedelmezőség.....	84
4.2.4. Növekedési lehetőség.....	87
4.2.5. A vállalat üzleti kockázata.....	88
4.2.6. A kamat adópajza	89
4.2.7. Tulajdonosi szerkezet	92

4.2.8.	<i>Iparág</i>	94
4.2.9.	<i>Egyéb tényezők</i>	95
4.3.	ÖSSZEFOGLALÁS	97
5.	A TŐKESZERKEZET ALAKULÁSÁNAK EMPÍRIKUS VIZSGÁLATA	98
5.1.	A MAKROGAZDASÁGI TÉNYEZŐK	98
5.1.1.	<i>Finanszírozási és tőkeszerkezeti tendenciák a közép-kelet-európai országokban az 1990-es évek elejétől napjainkig</i>	98
5.1.1.1.	A közép-kelet-európai bankszektor és pénzügyi közvetítő rendszer fejlődése	98
5.1.1.2.	A tőkepiac intézményei és működésük a rendszerváltó országokban	104
5.1.1.3.	Vállalatfinanszírozás és tőkeszerkezet a közép-kelet-európai térségben	105
5.1.2.	<i>Finanszírozási és tőkeszerkezeti tendenciák Magyarországon az 1990-es évek elejétől napjainkig</i> 107	
5.1.2.1.	I. 1987-1995: A gazdasági átalakulás, a tömeges privatizáció időszaka - a vállalati saját tőke fontossága 108	
5.1.2.2.	II. A 90-es évek második fele – a tőkeáttétel gyors növekedése	116
5.1.2.3.	III. Tőkeszerkezet az új évezredben – felzárkózás az európai átlaghoz	120
5.1.2.4.	A tőzsdéi finanszírozás szerepe Magyarországon	123
5.2.	A MIKROGAZDASÁGI TÉNYEZŐK	126
5.2.1.	<i>A kutatás célja</i>	126
5.2.2.	<i>Az empirikus adatelemzés módszerei</i>	127
5.2.3.	<i>A vállalati adatbázis bemutatása</i>	127
5.2.3.1.	A vizsgált adatok	127
5.2.3.2.	A vállalkozások eszközeinek és forrásainak összetétele	129
5.2.3.3.	A vállalatok jövedelmezősége	136
5.2.4.	<i>A kutatás hipotézisei</i>	142
5.2.5.	<i>A megfigyelési változók</i>	149
5.2.6.	<i>A vizsgálatok eredményei</i>	151
5.2.6.1.	Az eszközök összetétele – A Választásos elmélet és az Ügynök elmélet tesztelése	151
5.2.6.2.	A vállalat mérete: a választásos elmélet és az ügynök elmélet tesztelése	155
5.2.6.3.	Jövedelmezőség - a Hierarchia elmélet és a Választásos elmélet tesztelése	160
5.2.6.4.	A likviditás és a tőkeáttétel kapcsolata – A hierarchia elmélet és az ügynök elmélet tesztelése	162
5.2.6.5.	Üzleti kockázat – A választásos elmélet tesztelése	166
5.2.6.6.	A kamat adópajza – Modigliani-Miller II. tételének tesztelése	168
5.2.6.7.	Iparág – Csordaszellem tesztelése	171
5.2.6.8.	Tulajdonosi összetétel	176
5.2.6.9.	A lejáratilagos illeszkedés vizsgálata	184
5.3.	AZ EMPÍRIKUS VIZSGÁLAT EREDMÉNYEINEK ÖSSZEGZÉSE	188
5.4.	AZ EREDMÉNYEK JELENTŐSÉGE ÉS FELHASZNÁLÁSI LEHETŐSÉGEI	193
	IRODALOMJEGYZÉK	195
1.	MELLÉKLET A VÁLLALATI ADATBÁZISBAN RENDELKEZÉSRE ÁLLÓ ADATOK (AZ ADATBÁZIS SORRENDJÉBEN)	203
2.	MELLÉKLET A VÁLLALATOK TŐKEÁTTÉTELÉNEK ALAKULÁSA	204
3.	MELLÉKLET A VÁLLALATOK JÖVEDELMEZŐSÉGÉNEK ALAKULÁSA	207
6.	A SZERZŐ DISSZERTÁCIÓHOZ KAPCSOLÓDÓ PUBLIKÁCIÓI	211

Ábrák jegyzéke

1. ÁBRA A FORRÁSOK FAJTÁI.....	7
2. ÁBRA A TŐKESTRUKTÚRA NETTÓ JÖVEDELEM ELMÉLETE (ADÓK NÉLKÜL)	10
3. ÁBRA A TŐKESTRUKTÚRA NETTÓ MŰKÖDÉSI JÖVEDELEM ELMÉLETE (ADÓK NÉLKÜL)	11
4. ÁBRA A TŐKEKÖLTSÉG ÉS AZ ÁTTÉTEL KAPCSOLATA A HAGYOMÁNYOS NÉZET SZERINT.....	13
5. ÁBRA MODIGLIANI -MILLER II. TÉTELE	20
6. ÁBRA A TRADÍCIONÁLIS ÉS AZ MM ELMÉLET ÖSSZEHASONLÍTÁSA	22
7. ÁBRA A WACC ALAKULÁSA AZ ADÓZÁS BEVEZETÉSE UTÁN A MM-I VILÁGBAN.....	24
8. ÁBRA KAPCSOLAT HITEL NAGYSÁGA ÉS A VÁLLALAT ÉRTÉKE KÖZÖTT	30
9. ÁBRA A VÁLLALAT ÉRTÉKE AZ ADÓPAJZS ÉS A PÉNZÜGYI NEHÉZSÉGEK A KÖLTSÉGÉNEK FIGYELEMBE VÉTELÉVEL	33
10. ÁBRA A CSŐDKÖLTSÉGEK CSOPORTOSÍTÁSA.....	36
11. ÁBRA TŐKESZERKEZETTEL KAPCSOLATOS ELMÉLETEK	62
12. ÁBRA A BÉT RÉSZVÉNY KAPITALIZÁCIÓJA A GDP SZÁZALÉKÁBAN	72
13. ÁBRA A KÜLFÖLDI TULAJDONÚ BANKOK ESZKÖZARÁNYA A KÖZÉP-KELET-EURÓPAI ORSZÁGOKBAN (%)	103
14. ÁBRA A TŐZSDEI KAPITALIZÁCIÓ ALAKULÁSA A GDP %-ÁBAN A KÖZÉP-KELET-EURÓPAI ORSZÁGOKBAN	104
15. ÁBRA A VÁLLALATI HITELEK JELLEMZŐ ADATAI 1989-1997.....	113
16. ÁBRA KÖTELEZETTSÉGEK A SAJÁT TŐKÉHEZ VISZONYÍTVA 1992-2000.....	117
17. ÁBRA AZ ÖSSZES KÖTELEZETTSÉG (SZÁLLÍTÓÁLLOMÁNY NÉLKÜL) A SAJÁT TŐKÉHEZ VISZONYÍTVA NÉHÁNY FEJLETT ORSZÁGBAN ÉS MAGYARORSZÁGON	118
18. ÁBRA A RÖVIDLEJÁRATÚ HITELEK ARÁNYA A VÁLLALATI HITELÁLLOMÁNYON BELÜL 1993-1999	119
19. ÁBRA A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK ELADÓSODOTTSÁGA 2000-2005	121
20. ÁBRA A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK FORINT ÉS DEVIZAHITELEINEK ALAKULÁSA 1995-2005	122
21. ÁBRA AZ ESZKÖZÖK ÖSSZETÉTELÉNEK ALAKULÁSA 1992-2003 KÖZÖTT	130
22. ÁBRA AZ ESZKÖZÖK ÖSSZETÉTELE ÁGAZATONKÉNT	131
23. ÁBRA A VÁLLALATI SZEKTOR FORRÁSSZERKEZETE 1992-2003 KÖZÖTT	132
24. ÁBRA A VÁLLALATI SZEKTOR FORRÁSSZERKEZETE ÁGAZATONKÉNT	133
25. ÁBRA A (SAJÁT TŐKE/ÖSSZES FORRÁS) MUTATÓ ÉVENKÉNTI ALAKULÁSA AZ EGYES ÁGAZATOKBAN	134
26. ÁBRA A ROA ÁTLAGOS ÉRTÉKÉNEK ALAKULÁSA ÉVENKÉNT ÁGAZATI BONTÁSBAN	137
27. ÁBRA A ROE MUTATÓ ÉVENKÉNTI ALAKULÁSA ÁGAZATI BONTÁSBAN	139
28. ÁBRA A NETTÓ HASZONKULCS ÉVENKÉNTI ALAKULÁSA ÁGAZATONKÉNT 1992-2003 KÖZÖTT.....	140
29. ÁBRA A TÁRGYI ESZKÖZÖK ARÁNYA AZ ÖSSZES ESZKÖZÖN BELÜL AZ EGYES ÁGAZATOKBAN NAGYVÁLLALATOK ESETÉN	152
30. ÁBRA AZ ÖSSZES KÖTELEZETTSÉG/ÖSSZES FORRÁS ARÁNYA AZ EGYES IPARÁGAKBAN	153
31. ÁBRA A TŐKEÁTTÉTEL (ÖSSZES KÖTELEZETTSÉG/ÖSSZES FORRÁS) ALAKULÁSA LÉTSZÁM KATEGÓRIÁNKÉNT.....	157
32. ÁBRA A HOSSZÚLEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉG/ÖSSZES FORRÁS ALAKULÁSA MÉRET KATEGÓRIÁNKÉNT	158
33. ÁBRA A TŐKEÁTTÉTELI MUTATÓ ALAKULÁSA AZ ÁRBEVÉTEL DECILISEI SZERINT	159
34. ÁBRA A KÜLFÖLDI TULAJDON ARÁNYA A JEGYZETT TŐKÉBEN, AZ EGYES IPARÁGAKBAN (%)	177
35. ÁBRA A KÜLFÖLDI TULAJDON ARÁNYA AZ EGYES IPARÁGAKBAN 1992-2003 KÖZÖTT	178
36. ÁBRA A KÜLFÖLDI ÉS A HAZAI TÖBBSÉGŰ NAGYVÁLLALATOK TŐKEÁTTÉTELÉNEK ALAKULÁSA	179
37. ÁBRA A BEFEKTETETT ESZKÖZ/(SAJÁT TŐKE+HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉG) MUTATÓ ALAKULÁSA ÁGAZATONKÉNT	185
38. ÁBRA A BEFEKTETETT ESZKÖZ/(SAJÁT TŐKE+HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉG) MUTATÓ ALAKULÁSA 1992-2003 KÖZÖTT ÁGAZATONKÉNT	186
39. ÁBRA A MEZŐGAZDASÁG TŐKEÁTTÉTELI MUTATÓI	204
40. ÁBRA AZ ÉPÍTŐIPAR TŐKEÁTTÉTELI MUTATÓI	204

41. ÁBRA A KERESKEDELEM TŐKEÁTTÉTELI MUTATÓI	205
42. ÁBRA AZ ANYAGI SZOLGÁLTATÁS TŐKEÁTTÉTELI MUTATÓI	205
43. ÁBRA A NEM ANYAGI SZOLGÁLTATÁS TŐKEÁTTÉTELI MUTATÓI.....	206
44. ÁBRA AZ IDEGEN TŐKE/ SAJÁT TŐKE ARÁNYA AZ EGYES IPARÁGAKBAN	206
45. ÁBRA AZ ESZKÖZARÁNYOS NYERESÉG ÉRTÉKÉNEK ALAKULÁSA A VÁLLALATI SZEKTORBAN	207
46. ÁBRA A ROA ÁTLAGOS ÉRTÉKE ÁGAZATONKÉNT	207
47. ÁBRA A ROE MUTATÓ ÁTLAGOS ÉRTÉKÉNEK ÉVENKÉNTI ALAKUKÁSA 1992-2003 KÖZÖTT.....	208
48. ÁBRA A ROE MUTATÓ ALAKULÁSA ÁGAZATONKÉNT.....	208
49. ÁBRA A NETTÓ HASZONKULCS ÉVENKÉNTI ALAKULÁSA A VÁLLALATI SZEKTORBAN 1992-2003 KÖZÖTT	209
50. ÁBRA A NETTÓ HASZONKULCS ALAKULÁSA ÁGAZATONKÉNT	209
51. ÁBRA A NEM PÉNZÜGY VÁLLALATOKNAK A BANKOKKAL ÉS EGYÉB INTÉZMÉNYEKSEL SZEMBENI HITELEI A GDP %-ÁBAN	210
52. ÁBRA A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK TŐKEÁTTÉTELÉNEK (IDEGEN FORRÁS/SAJÁT TŐKE) NEMZETKÖZI ÖSSZEHASONLÍTÁSA (%)..	210

Táblázatok jegyzéke

1. TÁBLÁZAT A TÁRSASÁGI ÉS A SZEMÉLYI JÖVEDELEMDÓ HATÁSA A KAMAT ÉS OSZTALÉK JÖVEDELEMRE.....	26
2. TÁBLÁZAT A (HITEL / TULAJDONOSI TŐKE) ARÁNY MEGVÁLASZTÁSA ÉS A VÁLLALATI ÉLETCIKLUS KÖZÖTTI KAPCSOLAT	41
3. TÁBLÁZAT A TŐKESZERKEZET BEFOLYÁSOLÓ TÉNYEZŐI	65
4. TÁBLÁZAT AZ ADÓSSÁG HASZNÁLATÁBÓL SZÁRMAZÓ ADÓELŐNY NAGYSÁGA A MILLER KÉPLET ALAPJÁN NÉHÁNY ORSZÁGBAN (AZ ALKALMAZOTT LEGMAGASABB ADÓKULCSOKKAL)	74
5. TÁBLÁZAT AZ ESZKÖZÖK ÖSSZETÉTELÉNEK HATÁSA A VÁLLALATI TŐKEÁTTÉTELRE	81
6. TÁBLÁZAT HÁROM MÉRETSKÁLÁBA SOROLT VÁLLALATI KÖR TŐKESZERKEZETÉNEK VÁLTOZÁSA 1995-2002 KÖZÖTT	83
7. TÁBLÁZAT A MÉRET HATÁSA A VÁLLALATI TŐKEÁTTÉTELRE	84
8. TÁBLÁZAT A JÖVEDELMEZŐSÉG HATÁSA A VÁLLALATI TŐKEÁTTÉTELRE	86
9. TÁBLÁZAT A NÖVEKEDÉSI LEHETŐSÉG HATÁSA A VÁLLALATI TŐKEÁTTÉTELRE	87
10. TÁBLÁZAT AZ ÜZLETI KOCKÁZAT HATÁSA A VÁLLALATI TŐKEÁTTÉTELRE	89
11. TÁBLÁZAT AZ ESZKÖZARÁNYOS MEGTÉRÜLÉS ÉS A KAMATKÖLTSÉG ALAKULÁSA	90
12. TÁBLÁZAT A KAMAT ADÓELŐNYÉNEK HATÁSA A VÁLLALATI TŐKEÁTTÉTELRE	91
13. TÁBLÁZAT A MENEDZSMENT TULAJDONI RÉSZARÁNYA ÉS A VÁLLALATI TŐKEÁTTÉTEL KÖZÖTTI KAPCSOLAT	92
14. TÁBLÁZAT KÜLFÖLDI TULAJDONOSI ARÁNY ÉS A VÁLLALATI TŐKEÁTTÉTEL KAPCSOLATA.....	94
15. TÁBLÁZAT AZ IPARÁG HATÁSA A VÁLLALATI TŐKEÁTTÉTELRE.....	95
16. TÁBLÁZAT A VÁLLALATI ADÓSSÁGPOLITIKÁT BEFOLYÁSOLÓ TÉNYEZŐK FONTOSSÁGA	96
17. TÁBLÁZAT A PÉNZÜGYI SZEKTOR FEJLŐDÉSE A KELET-KÖZÉP-EURÓPAI ORSZÁGOKBAN.....	100
18. TÁBLÁZAT A PÉNZÜGYI SZABÁLYOZÁS SZÍNVONALA A KÖZÉP-KELET-EURÓPAI ORSZÁGOKBAN AZ EBRD ÉRTÉKELÉSE ALAPJÁN (1 - 4+ SKÁLA)	101
19. TÁBLÁZAT A TŐKEPIAC SZABÁLYOZÁSÁNAK ÉS EGYES INTÉZMÉNYEI LÉTREHOZÁSÁNAK FŐBB LÉPÉSEI A RENDSZERVÁLTÓ ORSZÁGOKBAN	105
20. TÁBLÁZAT A MAGYAR VÁLLALATOK FORRÁSSZERKEZETE 1987-BEN	111
21. TÁBLÁZAT VÁLLALKOZÁSI MÉRET KATEGÓRIÁK	128
22. TÁBLÁZAT TULAJDONOSI SZERKEZET	128
23. TÁBLÁZAT ÁGAZATI ARÁNYOK.....	129
24. TÁBLÁZAT A SAJÁT TŐKE/ÖSSZES FORRÁS MUTATÓ ALAKULÁSA 1992-2003 KÖZÖTT AZ EGYES ÁGAZATOKBAN	134
25. TÁBLÁZAT A HIPOTÉZISVIZSGÁLAT MUTATÓINAK LEÍRÓ STATISZTIKÁJA.....	150
26. TÁBLÁZAT A TÁRGYI ESZKÖZ ARÁNY ÉS A TŐKEÁTTÉTEL KAPCSOLATA ^A	153
27. TÁBLÁZAT AZ ÁTLAGOSNÁL JOBBAN ELADÓSODOTT VÁLLALATOK TÁRGYI ESZKÖZ ARÁNYA 2003-BAN	155
28. TÁBLÁZAT A LÉTSZÁM ALAPJÁN ELKÜLÖNÍTETT VÁLLALATOK TŐKEÁTTÉTELI MUTATÓINAK LEÍRÓ STATISZTIKÁJA.....	156
29. TÁBLÁZAT AZ ÁRBEVÉTEL ALAPJÁN CSOPORTOSÍTOTT VÁLLALATOK TŐKEÁTTÉTELI MUTATÓI	159

30. TÁBLÁZAT A JÖVEDELMEZŐSÉG ÉS A TŐKEÁTTÉTEL KAPCSOLATA ^A	161
31. TÁBLÁZAT A ROA ÁTLAGA ÉS A VÁLASZTOTT KÉT TŐKEÁTTÉTELI MUTATÓ KAPCSOLATA ÁGAZATOK SZERINT ^A	161
32. TÁBLÁZAT A ROA ÁTLAGA ÉS A VÁLASZTOTT KÉT TŐKEÁTTÉTELI MUTATÓ KAPCSOLATA TULAJDONLÁS SZERINT	162
33. TÁBLÁZAT A LIKVIDITÁS (FORGÓESZKÖZÖK/RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK) ÉS A TŐKEÁTTÉTEL (ÖSSZES KÖTELEZETTSÉG/ÖSSZES FORRÁS) KAPCSOLATA ^A	163
34. TÁBLÁZAT A LIKVIDITÁS (FORGÓESZKÖZÖK/RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK) ÉS A TŐKEÁTTÉTEL (RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉG/ÖSSZES FORRÁS) KAPCSOLATA ^A	165
35. TÁBLÁZAT A ROA SZÓRÁSA ÉS A VÁLASZTOTT KÉT TŐKEÁTTÉTELI MUTATÓ KORRELÁCIÓJA ÁGAZATOK SZERINT ^A	167
36. TÁBLÁZAT A ROA SZÓRÁSA ÉS A VÁLASZTOTT KÉT TŐKEÁTTÉTELI MUTATÓ KORRELÁCIÓJA TULAJDONLÁS SZERINT	168
37. TÁBLÁZAT A 0,5-ES TŐKEÁTTÉTELT NEM MEGHALADÓ VÁLLALKOZÁSOK ÁTLAGOS TŐKEÁTTÉTEL ÉS ADÓTEHER ADATAI	169
38. TÁBLÁZAT A 0,5-ES TŐKEÁTTÉTEL FELETTI VÁLLALKOZÁSOK ÁTLAGOS TŐKEÁTTÉTEL ÉS ADÓTEHER ADATAI	170
39. TÁBLÁZAT AZ ETA MUTATÓ ÉRTÉKE AZ EGYES IDŐSZAKOKBAN	172
40. TÁBLÁZAT AZ ETA ÉRTÉKE LÉTSZÁM KATEGÓRIÁK SZERINT	173
41. TÁBLÁZAT AZ ÁGAZAT SZEREPE A TŐKEÁTTÉTELBE	174
42. TÁBLÁZAT ÁGAZATI TŐKEÁTTÉTEL ELOSZLÁS DARABSZÁM SZERINT	175
43. TÁBLÁZAT A KÜLFÖLDI TULAJDONI ARÁNY ÉS A TŐKEÁTTÉTEL (ÖSSZES KÖTELEZETTSÉG/ÖSSZES FORRÁS) KAPCSOLATA ^A	180
44. TÁBLÁZAT A TŐKEÁTTÉTEL (IDEGEN TŐKE/SAJÁT TŐKE) MEDIÁNNAI TULAJDONOSI BONTÁSBAN, ÁGAZATONKÉNT	181
45. TÁBLÁZAT A HIPOTÉZISVIZSGÁLAT EREDMÉNYEI	190

1. Bevezetés

A vállalati pénzügyek egyik izgalmas, s talán legfontosabb kérdéskörével, a vállalati tőkeszerkezeti kérdésekkel foglalkozik jelen disszertáció. A tőkeszerkezet a hosszú lejáratú idegen és végleges saját források kombinációját, összetételét jelenti.

A fő kérdései a tőkeszerkezettel kapcsolatos elméleti és gyakorlati kutatásoknak a következők:

- Létezik-e optimális arány a kétféle forrás között, amellyel a vállalat értékének maximalizálása érhető el?
- Milyen szempontokat kell a vállalatvezetőnek figyelembe venni, amikor döntést hoz a beruházás finanszírozási módjáról?
- Mi a helyes sorrendje a finanszírozási lehetőségek igénybevételének?

Hosszú lejáratú hitelt vegyen fel a vállalat, vagy részvényt bocsásson inkább ki a beruházásai finanszírozására? E kérdést sok tényező együttes megfontolásával érdemes megválaszolni. Hitelfelvételi korlátot jelenthet a vállalat számára a hitel biztosítékául felajánlható fedezet hiánya vagy elégtelensége, a magas hitelkamatláb, a szigorú banki adósminősítés, a gazdasági recesszió stb. A részvénykibocsátás esetén a befektetők hiánya, a magas tranzakciós költségek, a régi részvényesek ellenérdekeltsége jelenthetnek korlátot.

A dolgozat célja a tőkeszerkezettel kapcsolatos elméletek bemutatása mellett, hogy elemezzem azokat a befolyásoló tényezőket, amelyek hatást gyakorolnak a vállalat tőkeszerkezetére. A tőkeszerkezeti döntést befolyásoló tényezők körét két csoportba sorolom:

A *makrotényezők* azok a faktorok, amelyek a vállalat működési környezetét határozzák meg, amelyek a vállalat számára adottságként jelentkeznek, a vállalat közvetlenül nem tud rájuk befolyást gyakorolni.

A *vállalati tényezők* azok, amelyek a vállalati adottságokból, a vállalat stratégiai céljaiból adódnak, s ezáltal a vállalat befolyásolni tudja azok alakulását.

Elsődleges feladatomnak azt tekintem, hogy megvizsgáljam melyek azok a **vállalati tényezők**, amelyek jelentős szerepet játszanak a tőkeszerkezet alakításában Magyarországon. Ezt a célt az indokolja, hogy rendelkezésemre áll egy vállalati adatbázis,

amely vállalati mérleg és eredmény kimutatás adatokat tartalmaz az 1992-2003 közötti időszakra. Ebből az adatbázisból elvégezhető a vállalati tényezők és a tőkeszerkezet közötti kapcsolat vizsgálata.

Elkerülhetetlen azonban a **makrotényezők** vizsgálata, hiszen egy átmeneti országról lévén szó, a makrogazdasági tényezőknek és azok nagymértékű változásainak is jelentős szerep juthat a tőkeszerkezet alakításában. A makrotényezőkön belül a bankrendszer fejlődését a pénzügyi közvetítő rendszer fejlődését, a törvényi szabályozás megalkotását emeltem ki, mint tőkeszerkezetre ható tényezőket.

Ismeretes, hogy Magyarországon a 90-es években a gazdaság szerkezetében jelentős változások következtek be, amelyek hatást gyakoroltak a vállalati finanszírozás terén kialakult hagyományokra. A rendszerváltással párhuzamosan megjelentek a (részben) külföldi tulajdonban lévő vállalatok, melyek a külföldi anyavállalataiknál jellemző finanszírozási stratégiákat honosították meg.

A tulajdoni szerkezet mellett a gazdaság ágazati szerkezetében is jelentős változások történtek. Az agrárszektor részesedése visszaesett; a gépipar, valamint a szolgáltatások, a távközlés és a pénzügyi szolgáltatások javára tolódott el a GDP-n belüli részarány és a foglalkoztatási arány is. A dolgozat egyik újdonságát adja, hogy a vállalati szektor egészét vizsgálja, ágazati bontásban. Az eddig született tőkeszerkezet elemzések a feldolgozóipari vállalatokra vonatkoznak Magyarországon. A piacgazdasági átmenet kiemelten fontos területei tehát a vállalatok tulajdonosi szerkezetének átalakulása illetve az ágazati szerkezetben bekövetkezett változások voltak. A változások jelentős hatást gyakoroltak a vállalatok finanszírozási politikájára.

Mára már elég hosszú időtáv eltelt ahhoz, hogy a rendelkezésre álló adatokból megfelelő következtetések vonhatók le a vállalati tőkeszerkezeti tendenciákat illetően az átmeneti gazdaságokra, ezen belül Magyarország vonatkozásában.

A dolgozat felépítése a következő:

Az 1. fejezet a bevezetést tartalmazza.

A 2. fejezet rövid áttekintést nyújt a vállalatfinanszírozással és tőkeszerkezettel kapcsolatos fogalmi kérdésekről. Ismertetem a finanszírozás és tőkeszerkezet fogalmát, tartalmát.

A 3. fejezet a tőkeszerkezettel kapcsolatos elméleteket foglalja össze.

A tradicionális elmélet után a modern, vállalati tőkeszerkezettel kapcsolatos elméleti kutatások első mérföldkövét Modigliani-Miller rakta le, 1958-ban publikált híres írásával, amelyben a szerzőpáros bebizonyítja, hogy tökéletes tőkepiacon a vállalat értéke független annak tőkeszerkezetétől. Ez az írás arra ösztönözte a kutatókat, hogy megvizsgálják hogyan alakul az összefüggés, ha feloldják a tökéletes tőkepiac feltételezéseit.

A további kutatások két alapvető csoportra bonthatók. Az egyik csoportba sorolhatók azok, amelyek az adózás kérdéskörét vizsgálják. Az e csoportba tartozó *választásos elmélet* arra keresi a választ, hogy mekkora tőkeáttétel mellett lesz a vállalat értéke maximális. Összeveti az adósság növekedéséből származó előnyöket a hátrányokkal. A hitelfelvétel előnye a kamat adómentesítés hatása, a hitelfelvétel hátránya pedig az, hogy nő a pénzügyi nehézségek bekövetkezésének esélye és a felmerülő többletkockázatot a vállalattal fizettetik meg. Az optimális tőkeáttétel ott van, ahol az adómentesítésből származó határbevétel és a csődvalószínűség növekedéséből származó határköltség várható jelenértéke megegyezik.

Mivel az adók nem mindig adnak megfelelő magyarázatot arra a két alapkérdésre, hogy miért és mennyi hitelt vegyen föl a vállalat, ezért a közgazdászok a piac más tökéletlenségeit helyezték a vizsgálatok középpontjába. A 70-es években jelent meg az információelméleti közgazdaságtan. Ez abból indul ki, hogy a piaci szereplők nem egyenlően informáltak és nem egyforma az információszerzési lehetőségük (a vállalat vezetői és a befektetők). Ezen irányzatnak két vonulata volt jelentős hatással a tőkeszerkezet kérdéskörére.

Az *ügynökelmélet* olyan vállalatok esetében magyarázza a tőkeszerkezetet, ahol a tulajdonlás és a vezetés szétválik. A probléma gyökere, hogy a megbízó (tulajdonos) és az ügynök (menedzsment) érdekei eltérnek. A vállalatvezető általában az irányítása alatt álló szervezet értékének növelésében érdekelt, míg a részvényesek a részvényárak emelkedésében érdekeltek. A felmerülő érdekellentétek megoldásában nyújt segítséget a vállalati tőkeszerkezet megváltoztatása.

Az *aszimmetrikus információ* alapuló elméletek szerint a piac egy szereplője többletinformáció birtokában van a többi szereplőhöz képest. E piaci szereplő jelzéseit a többiek megfigyelik és abból következtetnek az információra. Emiatt szokás e modelleket signalling modelleknek is nevezni. A tőkeszerkezet problémakörénél a vállalatvezető rendelkezik többletinformációval. A befektetők figyelik az ő jelzéseit. A bemutatandó

modellek azt vizsgálják, hogyan tudnak "jeleket" küldeni a vállalat vezetői a tőkeszerkezet megválasztásán keresztül.

A **4. fejezet** a tőkeszerkezet befolyásoló tényezőit mutatja be az eddigi empirikus kutatások alapján. Számtalan tanulmány vizsgálta már az elméletek érvényességét és a befolyásoló tényezők fontosságát az egyes országokban, ország csoportokban. A vizsgálatok nagy része a fejlett országokra irányul, s viszonylag kevés figyelem jutott a közép-kelet-európai régióra, s ezen belül Magyarországra.

A tényezők egy részére a vállalatnak nincs befolyása, mivel jelentős szerepe van olyan történelmi meghatározottságú tényezőknek, mint a tőkepiac fejlettsége és a bankrendszer jellemzői, de az érvényes adózási jogszabályok, valamint a csődtörvény jellemzői is befolyással bírnak.

Bizonyos tényezőket azonban a vállalat tud befolyásolni, s a módosításával hatást gyakorolhat a tőkeszerkezet alakulására. Ilyen tényezők: az eszközök összetétele, a vállalati méret, a jövedelmezőség, a növekedési lehetőség, a vállalat üzleti kockázata, a kamat adópajzsa, a tulajdonosi szerkezet, és az iparág.

Az **5. fejezet** a Magyarországra vonatkozó tőkeszerkezet kutatást tartalmazza.

A fejezet első részében bemutatom a vállalati finanszírozás jellemzőit és tendenciáit az utóbbi 15 évben Magyarországon és a közép-kelet-európai országokban. E jellemzéssel az a célom, hogy feltérképezzem, melyek azok fontos, tipikusan az átmeneti országokra jellemző **makrotényezők**, amelyek befolyásolják az e térségben működő vállalatok finanszírozási politikáját, tőkeszerkezetét.

A vállalatok magánkézbe kerülése, az ennek köszönhető hatékonyság és termelékenység növekedés kapcsán nőtt a vállalatok jövedelmezősége és ezzel párhuzamosan elkezdtek az adózott eredményük visszaforgatását a nemzetközi tendenciáknak megfelelően. A vállalatok felismerték, hogy a saját tőke és az újra befektetett adózott eredmény képezheti a vállalati növekedés egyik legfőbb forrását. A belső finanszírozás mellett azonban fontos szerep jut a külső finanszírozásnak is.

A magyar gazdaságban a külföldi vállalatok, illetve a működő tőke beáramlással létrejött vegyes vállalatok fontos gazdasági szerepet töltenek be. *A vállalati tulajdonosi viszonyoknak*, ezen belül a *külföldi tulajdon nagyságának* jelentős szerep juthat a vállalat tőkeszerkezet formálásában.

Általános tapasztalat, hogy a vállalat *mérete* befolyással bír a tőkeszerkezetére.

Az általam vizsgált időszakban (1992-2003), s különösen az időszak első felében jellemző tendencia, hogy míg a bankok folyamatosan és gond nélkül finanszírozzák a vállalatok forgóeszköz-hiteleit e térségben, addig nehéz forrást kapni a vállalati beruházásokhoz, különösen a kis és középvállalkozások számára. Emiatt a kis- és középvállalatok finanszírozási helyzete a tulajdonosi tőkehiány, a tőkepiaci fejletlenség, az alacsony jövedelmek valamint a megtakarítási képesség visszafogottságával jellemezhető.

Fontos tényező, hogy az *adórendszer* az eredmény milyen jellegű kifizetéseit preferálja. A vállalat menedzsmentje arra törekszik, hogy a helyes tőkeáttételt úgy válassza meg, hogy a befektetők által realizált jövedelem maximális legyen.

A vállalati tőkeszerkezetre hatással lehet, hogy melyik *iparágban* tevékenykedik a cég.

Ismeretes, hogy vannak olyan iparágak, amelyeknek magas a tartós eszközigenye s vannak olyanok is, ahol magas az immateriális javak aránya. Az eddigi kutatások nem hoztak egyértelmű eredményt a két tényező közötti kapcsolatra, ezért én is elvégzem ezt a vizsgálatot.

A *jövedelmezően gazdálkodó vállalatok* számára általában rendelkezésre állnak belső források a működéshez, így ezek körében feltehetően kevesebb a külső források aránya a vállalat forrásszerkezetében.

A *kockázatos cégek* számára a volatilis pénzáram nem teszi lehetővé a magas fix adósságszolgálat teljesítését, ezért várhatóan a kockázatos cégeknek alacsonyabb az idegen források aránya a forrásaik között, mint a kevésbé kockázatos társaiké.

A meghatározott befolyásoló tényezőket a magyar vállalati szektor adatbázisa alapján tesztelem az 1992-2003 közötti időszakra különböző statisztikai módszerekkel. A vizsgálatok alapján megállapítható, hogy az elméletek közül melyeknek van relevanciája egy átmeneti gazdaság – Magyarország – példája alapján.

Ezen túlmenően a vizsgálatok felhívhatják a vállalatvezetők figyelmét olyan tényezőkre, amelyeket érdemes figyelembe venni a vállalati tőkeszerkezet kialakítása folyamán.

A dolgozat **utolsó része** az értekezés kutatási eredményeinek összegzését tartalmazza.

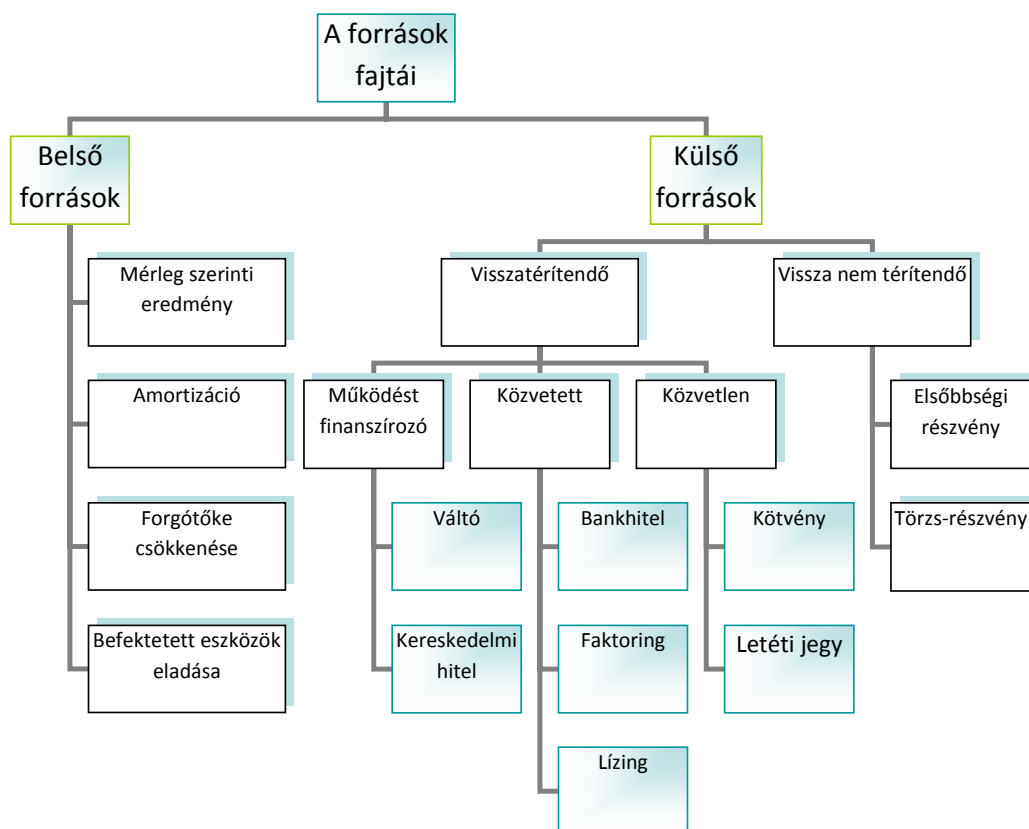
Ebben ismertetem a hipotézisek teljesülését, illetve cáfolatát, megfogalmazásra kerülnek az értekezés legfontosabb következtetései, valamint a kutatási eredmények felhasználásához fogalmazok meg javaslatokat.

2. Vállalatfinanszírozás és tőkeszerkezet

A vállalat működésének célja, hogy pozitív nettó jelenértékű beruházásokat valósítson meg, amivel hozzájárul a vállalat tulajdonosi értékének növeléséhez.

A **vállalatfinanszírozás** feladata, hogy biztosítsa a vállalat működéséhez szükséges forrásokat. A finanszírozási döntések esetében azonban nem alkalmazható az NPV szabály, hiszen hatékony tőkepiacok esetében nem létezik pozitív nettó jelenértékű döntés. A finanszírozási döntések esetében nem áll rendelkezésre egy képlet, algoritmus, amellyel eldönthető lenne, hogy melyik finanszírozási lehetőség választása a leghelyesebb. A finanszírozási döntések meghozatala előtt sok tényező együttes számbavételével kell eldönteni a vállalatnak a helyes megoldást. A gazdaság reálszférájának fejlődése maga után vonja a finanszírozás egyre kifinomultabb és egyre rugalmasabb módzatait. A beruházások finanszírozása a legritkább esetben történik csak saját forrásból, jellemző a külső forrás igénybevétele.

A pénzügyi innovációk tárháza még inkább növeli a figyelembe veendő szempontokat, hiszen a fejlett pénzügyi piacokkal rendelkező országokban igen széles palettája közül választhat a vállalat. A finanszírozási források eredet szerinti csoportosítását tartalmazza az alábbi ábra.



1. ábra A források fajtái

Forrás: Myers S. C., 1984

A *belső források* felhasználása esetén a korábbi időszakokban megtermelt és kiosztásra nem került pénzeszközökkel történik a finanszírozás.

Külső finanszírozás esetén nem a vállalat által megtermelt tőkéből történik a vállalat finanszírozása, hanem azokat valamilyen külső személy vagy intézmény bocsátja a vállalat rendelkezésére. A külső források két részre oszthatók: visszatérítendő és nem visszatérítendő források. Ez utóbbinak tipikus példája a vállalati részvénykibocsátás.

A **vállalati tőkeszerkezet** alatt a tartós idegen források és a tartós saját források arányát jelenti, amit a vállalat alakít ki, változtat meg. Forrásszerzési céllal a vállalat kibocsáthat új részvényeket, amellyel növeli saját tőkéjét, vagy hosszú lejáratú hitelt vehet fel/kötvényt bocsáthat ki, amivel növeli a tartós idegen forrásokat.

A vállalat működésének elsődleges célja mindig az optimális beruházási döntések meghozatala.

A finanszírozási döntések másodlagos jelentőségűek. Ezen döntéseivel a cég azt is meghatározza, hogy a vállalat eszközeivel megtermelt jövedelem a tulajdonosok és a hitelezők között milyen arányban oszlik meg.

“Egyszerűen megfogalmazva a *tőkeszerkezet* nem más, mint a pénzeszközök azon kombinációja, amelyekkel a vállalat a reáleszközökbe történő beruházását finanszírozza “ [Myers, 2001].

„ A vállalati tőkestruktúra csak a hosszú lejáratú idegen és a korlátlan ideig rendelkezésre álló saját tőkét jeleníti meg. Az idegen tőke mögött kötvénykibocsátást feltételezünk, a saját tőke léte pedig részvénykibocsátáson alapul. Ebből következően az idegen finanszírozás analóg a kötvényfinanszírozással, a saját finanszírozás azonos a részvényfinanszírozással.” ([Katits, 1997]

A *finanszírozási vagy pénzügyi tőkeáttétel* arra a kérdésre ad választ, hogy a vállalat hosszú lejáratú finanszírozásában milyen arányt képvisel az idegen tőke (hosszúlejáratú hitel, kölcsön, kötvény). Ebből következően, ha egy cég teljes egészében saját tőkével finanszírozza beruházásait, akkor tőkeáttétele zérus. Minél jobban eladósodik egy vállalat, annál magasabb lesz a finanszírozási tőkeáttétele.

3. Tőkeszerkezet elméletek

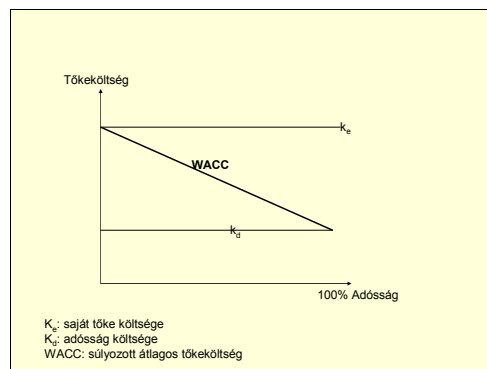
Az alapkérdés az, hogy a vállalati tőkeszerkezetnek van-e hatása a tulajdonosi tőke értékére. A vélemények főleg a körül csapnak össze, hogy csak az eszközök értéke határozza-e meg a vállalat értékét, vagy a tőkeszerkezete is befolyással van az értékre. A tőkestruktúra és a vállalatérték összefüggésére vonatkozóan két megközelítési irányzat alakult ki, a nettó jövedelem elmélet és a nettó működési jövedelem elmélet¹ [Bélyácz, 1995].

A nettó jövedelem elmélet két feltevésen alapul:

- Az egyik szerint az adósság költsége (kamat+egyéb díjak) (k_d) és a saját tőke költsége (k_e) a tőkestruktúra módosulása esetén is változatlan marad.
- A másik feltevés arra a tapasztalatra épül, hogy a kölcsön adózás előtti költsége kisebb a részvény tőkeköltségénél. A kölcsöntőke azért kevésbé kockázatos, mert a kamat fix kötelezettségként adózás előtt levonható a jövedelemből.

E két feltevésből következően, ha a vállalat növeli tőkestruktúrájában a kölcsön arányát (a részvényhez viszonyítva), akkor a vállalat tőkeköltsége csökkenni fog. Ha eltekintünk a társasági nyereségadótól, a tőkestruktúra nettó jövedelem elmélete az alábbi ábrával illusztrálható.

¹ A magyar nyelvű szakirodalomban – valószínűleg helytelen fordítás eredményeként – ezek a kifejezések honosodtak meg. Helyesebb lenne azonban a nettó jövedelem helyett az adózott eredmény (net income), a nettó működési jövedelem helyett az üzemi eredmény (net operating income) kifejezések használata. Az elméletek közös feltételezése, hogy az amortizációt mindig visszaforgatják, ezért beszélhetünk cash-flowról. A továbbiakban én is a meghonosodott kifejezéseket használom.



2. ábra A tőkestruktúra nettó jövedelem elmélete (adók nélkül)

Forrás: saját szerkesztés

Ha a pénzügyi tőkeáttétel² nem befolyásolja a saját tőke költségét (vagyis a részvényesek által elvárt hozamot), akkor a vállalat súlyozott átlagos tőkeköltsége (WACC) a hitelfelvétel növekedésével csökkenni fog. 100%-os adósságfinanszírozás esetén a vállalat átlagos tőkeköltsége egyenlő az adósság kamatlábjával.

A csökkenő tőkeköltségre vonatkozó feltevés azért fontos, mert a vállalat értékét a remélt jövőbeli pénzáram diszkontálása alapján számított jelenérték méri, ahol a diszkonttényező a vállalat átlagos tőkeköltsége.

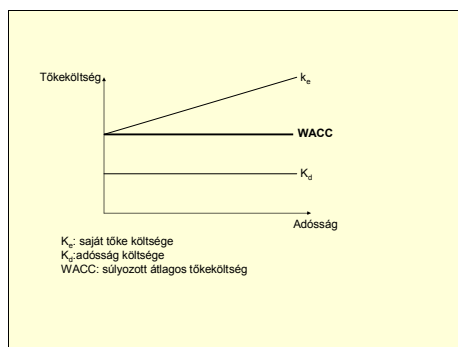
A nettó jövedelem elmélet szerint, tehát ha a vállalat tőkestruktúrájában egyre nagyobb a kölcsöntőke aránya, akkor emiatt egyre kisebb lesz a WACC, s így a vállalat értéke egyre magasabb lesz. E megközelítés szerint a kölcsöntőke arálynövekedése a tőkeköltség leszorításán keresztül emeli a vállalat értékét.

A nettó működési jövedelem elmélet az előzőektől eltérő feltevésekre épül:

- Az egyik feltevés szerint az adósság költsége és a vállalat súlyozott átlagos tőkeköltsége (WACC) változatlan marad, tekintet nélkül a vállalat kölcsönarány pozíciójára.

² Pénzügyi (vagy finanszírozási) tőkeáttétel alatt a hitel típusú források előre meghatározott, fix kamatköltségének azon áttételező hatása értendő, amelyet az egy részvényre jutó adózott eredmény nagyságában okoznak.

- A másik feltevés azt mondja ki, hogy ha a vállalat növeli a kölcsöntőke relatív súlyát, akkor a részvénytőke költsége növekedni fog. A pótlólagosan igénybe vett kölcsöntőke az eladósodottság növekedésén keresztül növekvő kockázatot jelent, s emiatt a részvénytulajdonos egyre nagyobb megtérülési követelményt támaszt.
- A nettó működési jövedelem elmélet továbbá azt is feltételezi, hogy a részvénytőke így megnövekedett költsége pontosan ellensúlyozza a kölcsöntőke alacsonyabb költségéből származó előnyöket úgy, hogy a vállalati átlagos tőkeköltség a tőkestruktúra változása ellenére, változatlan marad.



3. ábra A tőkestruktúra nettó működési jövedelem elmélete (adók nélkül)

Forrás: saját szerkesztés

A vállalat értéke természetesen ebben az esetben is a WACC-al diszkontált jövőbeli jövedelem jelenértéke, s ezen elmélet szerint a WACC független a tőkestruktúrától, így a vállalat értéke is független lesz a tőkestruktúrától.

A két elméleti megközelítés ellentmond egymásnak, így a kérdés változatlanul fennáll, hogy a a tőkestruktúra változtatása módosítja-e a vállalat értékét vagy sem.

A következőkben ismertetésre kerülő elméletek különbözőképpen foglalnak állást ebben a tekintetben.

1. Az elsőként ismertetésre kerülő tradicionális elmélet a nettó jövedelem elméletéhez áll közel.

2. A második elmélet, Modigliani és Miller teóriája pedig a nettó működési jövedelem megközelítést tartja relevánsnak.

3.1. Tradicionális elmélet

Modigliani és Miller színrelépése előtt a tőkeszerkezettel kapcsolatban elfogadott nézőpont volt Durand [Durand 1952, 1959] elmélete. Álláspontja szerint a vállalat értéke a kamatfizetés utáni eredménytől (szokásos vállalkozási eredménytől) függ. Ez azt jelenti, hogy a tőkeszerkezet hat a vállalat értékére. Az optimális tőkeáttétel ott van, ahol a szokásos vállalkozói eredmény maximális.

A tradicionális elmélet, akárcsak a későbbi elméletek, egy sor feltételezésen alapszik:

1. Nincsenek adók sem személyi, sem vállalati szinten.
2. A vállalatoknak két forrás áll rendelkezésre a finanszírozáshoz: a folytonosan megújítható hitel (kötvény formában) és a részvénykibocsátással szerzett saját tőke.
3. Nincsenek tranzakciós költségek.
4. A vállalatok az adózott eredmény egészét kifizetik osztalékként.
5. Két vállalatra vonatkozó üzleti kockázat azonos.
6. Az osztalék, tehát a vállalat nyeresége időben nem változik.

A tőkeforrásokat a vállalat a részvényesektől és a hitelezőktől (kötvényesektől) kapja. Mivel a hitelezőknek járó kamatfizetést a részvényeseknek fizetendő bármilyen hozam kifizetése előtt teljesítik, így a részvényesek magasabb kockázatot vállalnak, s az általuk elvárt hozam is magasabb, mint a hitelezők által elvárt hozam. A vállalat számára tehát a hitelfelvétel olcsóbb művelet, mint a részvénykibocsátás. A vállalat számára az adózás előtti tőke költség a hitel és a részvénytőke költségének súlyozott átlaga. Kiszámítása a következő:

$$k_a = k_e * E / (E + D) + k_d * D / (E + D)$$

ahol:

k_a : súlyozott átlagos tőkeköltség = WACC

k_e : a részvénytőke költsége

k_d : a kölcsöntőke fix költsége

D : hitel nagysága

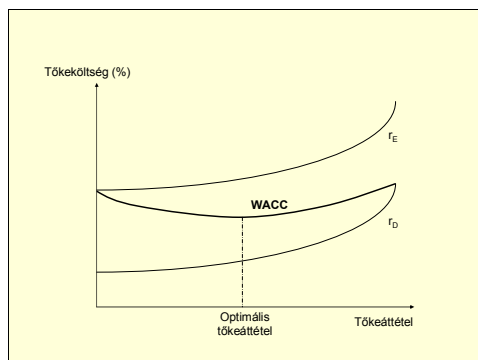
E : részvénytőke nagysága

$$V = D + E; \text{ a vállalat értéke}$$

Mint látható, az egyes költségelemekhez tartozó súlyokat a részvénytőke vállalati vagyonhoz viszonyított aránya (E/V) és a kölcsöntőke vállalati vagyonhoz viszonyított aránya (D/E) adja. Feltételezve, hogy a jövedelem független a finanszírozási módszertől, a V vállalati érték akkor maximális, ha a k_a minimális.

A vállalat csökkentheti átlagos tőke költségét azáltal, hogy növeli az alacsonyabb költségű hitel volumenét a részvénytőkével szemben, tehát növeli a tőkeáttételt. Ez a folyamat azonban nem folytatható a végtelenségig, hiszen a megnövekedett adósság növeli a csődveszély kockázatát, mely maga után vonja a részvényesek és hitelezők által megkövetelt hozamok növekedését is.

Amennyiben ezt a folyamatot ábrázoljuk a tőkeáttétel és a tőke költség függvényében, egy U alakú költség görbét kapunk. A vállalat átlagos tőke költségének minimum pontja adja meg az optimális tőkeáttételi arányt, mivel a vállalati tőke költség minimum pontjában lesz maximális a vállalat értéke. Hol van ez a minimum pont? Ezt szemlélteti az alábbi ábra.



4. ábra A tőkeköltség és az áttétel kapcsolata a hagyományos nézet szerint

Forrás: saját szerkesztés

A kiindulópontban a súlyozott átlagos tőkeköltség megegyezik a részvények költségével, mivel ebben a pontban teljesen saját tőkével finanszírozzák a vállalatot. A másik szélső esetben a súlyozott átlagos tőkeköltség a kölcsön kamatlábjával egyezik meg, amikor teljesen hitelből történik a finanszírozás.

Mivel a vállalatot finanszírozó részvényesek és hitelezők nem rendszeresen ellenőrzik a vállalatot, a tőkeáttétel növekedése miatt kezdetben nem növelik hozamelvárásukat. A kölcsöntőke költsége kezdetben éppen csak nő, de a folyamatos hitelfelvétel egy bizonyos pontja után erőteljes növekedésbe kezd (k_d). A részvényesek hozam elvárása magasabb szintről indul, a magasabb kockázat miatt. A részvénytőke költsége k_e . A részvényesi elvárt hozam kezdetben, a tőkeáttétel alacsony szintjén csak kis növekedést mutat. A tőkeáttétel növekedésének egy bizonyos pontja után itt is meredeken növekednek a hozamelvárások, hiszen minél több hitelt vesz igénybe a vállalat, annál kevesebb jövedelem marad a részvényeseknek, és annál jobban növekszik az általuk vállalt kockázat. Ennek hatására a súlyozott átlagos tőkeköltség (k_a) a következőképpen alakul: kezdetben, alacsony hozamelvárások mellett a tőkeköltség a tőkeáttétel növekedésével csökken. Egy bizonyos ponton azonban a befektetők „észlelik” a tőkeáttétel növekedéséből fakadó kockázatnövekedést, s egyre erőteljesebben növelik meg hozamelvárásukat. Magas tőkeáttétel esetén minden további növekedés erőteljes hozamnövekedést von maga után, mivel a finanszírozók már nagyon félnek a csőd bekövetkezésétől.

Ebből következik, hogy a súlyozott átlagos tőkeköltség az „észlelt” kockázat előtti pontban lesz a minimális, mielőtt a tőketulajdonosok megnövelnék hozamelvárásukat. Amely pontban a súlyozott átlagos tőkeköltség minimális, az egyben a maximális vállalati értéket is jelenti. A pénzügyi döntések célját gyakran nem úgy fogalmazzák meg, hogy „maximalizálni akarjuk a teljes piaci értéket”, hanem úgy, hogy „minimalizálni akarjuk a súlyozott tőkeköltséget”. E két célkitűzés egyenértékű a fent leírt egyszerűsítő feltételezések mellett.

A hagyományos álláspont szerint az optimális tőkestruktúra a minimális átlagköltséget biztosító tőkeáttétellel határozható meg.

Hogyan jelentkezik ez a vállalatvezetés szemszögéből? Tételezzük fel, hogy a vállalatrésztvényeit jegyzi a tőzsdén és adósságállománya hitelekben áll. Kezdetben, alacsony tőkeáttétel mellett a bankok örömmel állnak a társaság rendelkezésére. Alacsonyabb, állampapírok hozamához hasonló kamatlábbal finanszírozzák a vállalat hiteleit. Mivel a hitelek révén a vállalat új tőkét von be és azt a hitelkamatlábánál magasabb eszközarányos hozammal fekteti be, a szokásos vállalkozói eredménye az áttételi hatás következtében meredeken emelkedik, aminek a bank is és a tulajdonos is nagyon örül. Ha azonban a menedzsment nekibátorodik, és folyamatosan emeli a hiteleinek arányát, a bank egy bizonyos pont után elkezd aggódni. Ezután a bank már nem a tőkeáttétellel arányosan emeli a hitel kamatlábát, hanem hirtelen, amikor észleli a kockázatot.

Ha az új kamatláb már az eszközarányos eredmény fölé kerül, a szokásos vállalkozói hozam csökken. A csökkenő eredmény miatt a részvények ára csökken (a részvényektől elvárt hozam emelkedik), ami tovább rontja a tőkeáttételt. A bank látja, hogy hitelei mögött a fedezet csökkent (a fedezet végül is az eszközök piaci értéke, és ha a saját tőke piaci értéke csökken, akkor csökken a vállalat által birtokolt eszközök értéke is), tovább növeli a kamatlábat, ami tovább csökkenti a szokásos vállalkozói eredményt, stb. Minél rosszabb az információáramlás a bank és a vállalat között, annál erőteljesebb a bank reakciója, és a bank kamatemelése láncreakciót indíthat be, aminek a vége csőd-, vagy felszámolás is lehet.

A fenti gondolatmenetből a következő tanács fogalmazható meg a vállalatvezetés számára:

A vállalat tőkeáttétele legyen mindig az „észlelt” kockázat határán. Ekkor lehet a legalacsonyabb a tőkeköltség. Ha azonban a bank elkezd nyugtalankodni és jelentősen emeli a hitelek kamatlábát, ami már megközelíti az eszközarányos hozamot, csökkenteni kell a növekedési terveket vagy új saját tőkét kell bevonni.

A fő probléma azonban az, hogy a bankok hitelezési magatartása nem kizárólag a vállalatok tőkeáttételének függvénye, hanem sok más tényező is hat rá. Például hat rá az ország monetáris politikája, a bank tőkeellátottsága és kockázatvállaló képessége, a vállalat jövedelemtermelő képessége és számtalan más tényező. Ezért az „észlelt”

kockázat szintje nem egy rögzített tőkeáttétel, hanem időben mozgó változó, amit a jó pénzügyi menedzser folyamatosan figyelemmel kísér.

A tradicionális elmélet szerint létezik optimális tőkeszerkezet, ám e tőkeszerkezet nem definiálható egységesen minden vállalatra. Mind vállalatonként, mind időben változó tényezőként írható le az optimális tőkeszerkezet a tradicionális elmélet modelljében.

3.2. Modigliani – Miller tételei

A tőkeszerkezetre vonatkozóan sok tekintetben kiinduló pontot jelentenek Modigliani –Miller (MM) klasszikus cikke [Modigliani-Miller, 1958] nyomán megfogalmazott tételek. Az MM modell és későbbi továbbfejlesztése nagyban hozzájárult a tőkeköltség, tőkeszerkezet elméleti kérdéseinek tisztázásához. Mint azt korábban említettem ez a teória a *nettó működési jövedelem* megközelítést tartja mérvadónak.

A modell a tökéletes piac feltételezéseivel él. Azt bizonyították be, hogy a vállalat értéke nem függ a finanszírozás módjától, vagyis tökéletes piacon a tőkeszerkezeti probléma irreleváns.

Feltételei:

1. Az információk a piac szereplői számára azonnal és ingyenesen hozzáférhetők.
2. A tőzsdei ügyletek tranzakciós költsége zérus.
3. A piacon mindenki árelfogadó és racionális magatartást tanúsít.
4. A befektetők ugyanazon a kockázatmentes kamatlábon tudnak hitelt felvenni, illetve kölcsönt nyújtani, mint a vállalat. A befektetők csak a fedezetül felajánlott értékpapír erejéig felelnek a kötelezettségeik után.
5. A vállalatok finanszírozása két lehetőség nyílik: kockázatmentes adósság³ és kockázatos részvénykibocsátás.

³ Később a szerzőpáros (is) bizonyította, hogy nem szükséges a kockázatmentes adósság feltételezés. Kockázatos adósság esetén is érvényesek a megállapítások. Bizonyítást lásd [Copeland/Weston; 1992. 462. old.] Így a modell egy fokkal valóságosabb lett, mivel minden vállalati adósság rejt magában valamilyen szintű kockázatot.

6. Nincs adózás sem személyi, sem vállalati szinten.
7. Töredékrészcéget is lehet vásárolni.
8. A vállalat pénzárama bizonytalan és örökjáradékot alkot (ami azt jelenti, hogy nincs gazdasági értékvesztés, vagyis a cég értéke nem csökken, továbbá a gazdasági amortizáció megegyezik a számviteli amortizációval, amit pótlásra fordítanak).
9. Az adózott eredményt teljes egészében kifizetik osztalékként.
10. Nincs működési kockázat, az EBIT állandó.
11. A pénzügyi nehézségeknek és a csődnek nincsenek költségei.
12. Minden vállalat ugyanabba a kockázati kategóriába tartozik.⁴ Ez egyben azt is jelenti, hogy kizárjuk az arbitrázs lehetőségét. A modell bizonyításának lényege is az arbitrázs kizárásán nyugszik.

3.2.1. MM I. tétele

A szerzőpáros azt bizonyította be, hogy a fenti feltételezések mellett – szemben a tradicionális elmélettel - *nincs a vállalat számára optimális tőkeszerkezet*. A vállalat értékét csakis reáleszközei határozzák meg, a mérleg forrás oldala nem befolyásolja az értéket.⁵ „Bármely vállalat átlagos tőke költsége teljes mértékben független a vállalat tőkéjének forrás szerinti összetételétől, a tőke költsége nagysága az ugyanezen osztályba tartozó és kizárólag részvénykibocsátással finanszírozott vállalatok részvényhozamainak tőkésítési rátájával egyeznek meg.” [Modigliani F: Pénz, megtakarítás, stabilizáció 239. old.]

Míg a tradicionális elmélet szerint a vállalat értéke és tőke költsége összefügg a tőkeszerkezettel, addig MM. I. tételének értelmében nincs kapcsolat ezen elemek között. A tőke költsége mindvégig konstans, bármilyen áttételi arányt is válasszunk.

⁴Vagyis a várt nettó működési pénzáram két vállalat esetében csak az eltérő méret miatt különbözik. Ebből az is következik, hogy a két vállalat esetében a várt megtérülés is megegyezik. Kérdezhetnénk, hogy MM miért nem használta a CAPM modellt a kockázat korrigálására, de a válasz erre az, hogy a CAPM ebben az időben még nem ismert.)

⁵ Már 1958 előtt is volt az MM nézethez hasonló álláspont. J.B. Williams 1938-ban írt cikkében a vállalati befektetés értékét a jövőbeli pénzáramok pozitív jelenértékével azonosítja adott bizonytalanság mellett, függetlenül a felhasznált finanszírozási forrásoktól [Williams, 1938].

A vállalat nem tudja megváltoztatni összes értékpapírjának értékét azzal, hogy különböző módon osztja szét a pénzáramlást, hiszen a vállalat értékét az eszközei által megtermelt pénzáramlás határozza meg, nem pedig az általa kibocsátott értékpapírok. Ha a vállalat tőkeáttétele megváltozik, az csupán a pénzáramlás felosztását változtatja meg (a részvényesek és kötvényesek között) de nincs hatással annak nagyságára és jelenértékére.

Az adóssággal rendelkező vállalat értéke egyenlő az adósság nélküli vállalat értékével, ha nincs társasági adó.

$$V_U = V_L \quad (\text{ha } T_C=0)$$

ahol:

V_U : áttétel nélküli (kizárólag saját tőkével finanszírozott) vállalat értéke

V_L : áttételes (saját tőkével és adóssággal finanszírozott) vállalat értéke

T_C : társasági adókulcs

A tétel bizonyítása - ami az arbitrázs kizárásán nyugszik – sok szakirodalomban megtalálható (magyar nyelven például: A vállalatfinanszírozás elméleti kérdései című tanulmányban [Mikolasek András – Sulyok-Pap Márta 1996], vagy a Finanszírozási döntések című oktatási segédletben [Bozsik Sándor, 1998]). A bizonyítás lényege, hogy ha feltételezzük, hogy a különböző tőkestruktúrával rendelkező vállalatok értéke eltér a piacon, akkor ezt a lehetőséget kihasználva az arbitrázsörök tranzakciói révén az érték a piacon kiegyenlítődne. Tökéletes tőkepiacon az egyén kiigazítást hajthat végre, amivel összhangba hozza költségigényét és forrásszerzési képességét. Modigliani és Miller az arbitrázzsal igazolta, hogy a vállalat értékét annak cash-flow generáló képessége és üzleti kockázata befolyásolja és a vállalat értéke független a finanszírozási szerkezetétől. Ez a következtetés a tökéletes tőkepiac egyik következménye. Ha azonban a piac nem tökéletes, e tétel teljesülésének nincsenek meg a feltételei.

A gondolatmenet igen termékenyítően hatott a finanszírozási elméletekre, mivel meg lehetett vizsgálni, hogyha elhagyjuk az egyes feltételeket, ez hogyan befolyásolja a finanszírozási döntéseket.

3.2.2. MM II. tétele

A finanszírozási döntések tőke költsége gyakorolt hatásának elemzését elsőként a MM szerzőpáros II. tétele foglalta össze. Ez a tétel tulajdonképpen az I. tétel tőke költsége vonatkozó része, közvetlenül következik az első tételből. Ha ugyanis a vállalat értéke független a tőkeszerkezettől, akkor a vállalat által megtermelt pénzáramlások diszkontálásához használt tőke költsége sem függhet a finanszírozás módjától. A vállalati hitel növekedésével ugyan a rendelkezésre álló működési eredmény nem változik, de a forrás biztosítók közötti eloszlás megváltozik. A részvényesek nagyobb megtérülést várnak el a kockázatuk növekedése, a hitelezők követelése miatt.

A tőkeáttételes vállalat részvénytőke megtérülési rátája (k_a) egyenlő a csak saját tőkével finanszírozott vállalat megtérülési rátájának (k_e) és a kockázati prémiumnak az összegével. A kockázati prémium a kölcsöntőke / részvénytőke arány (D/E) és a $(k_a - k_d)$ szorzata.

Tehát a tőkeáttételes vállalat részvényeinek várható hozama arányosan nő a piaci értéken számított kölcsöntőke/részvénytőke hányadossal, a növekedés üteme pedig a vállalat összes értékpapírját magába foglaló portfólió várható hozama (k_a) és a várható kötvényhozam (k_d) különbségétől függ.

$$k_e = k_a + \frac{(k_a - k_d) * D}{E}$$

Ha a vállalatnak nincs adóssága $k_e = k_a$. A fenti képlet a súlyozott átlagos tőke költsége képletének átrendezéséből adódik.

A részvénytőke költsége (k_e) konstans arányban növekszik annak hatására, hogy a részvényesek nagyobb finanszírozási kockázatot vállalnak az áttétel növekedésével.

A MM II. tétel levezetése:

MM I. tétel szerint áttétellel nem növelhető a vállalat értéke, ezért az áttétel nélküli és áttételes vállalat egészének költsége megegyezik:

$$k_{WACC} = k_a$$
$$k_{WACC} = k_a = \frac{D}{D+E} k_d + \frac{E}{D+E} k_e$$

Mindkét oldalt megszorozzuk $(D+E)/E$ értékkel:

$$k_a \frac{D+E}{E} = \frac{D}{E} k_d + k_e$$

Bal oldalt beszorozva k_a -val és egyszerűsítve:

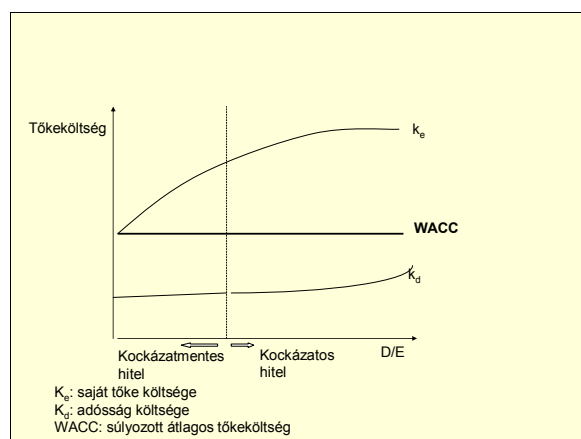
$$k_a + k_a \frac{D}{E} = \frac{D}{E} k_d + k_e$$

A $(D/E)r_d$ kifejezést bal oldalra helyezve és k_e -re átrendezve kapjuk a MM. II. tételt:

$$k_e = k_a + \frac{(k_a - k_d) * D}{E}$$

Felmerülhet bennünk a kérdés, hogy vajon Modigliani és Miller elméletük kidolgozásánál figyelembe vették-e a kockázatot. Az I. tétel értelmében a választott tőkestruktúra hatástalan a vállalat értékére. Tehát arra is következtethetnénk, hogy az áttételnek nincs hatása a részvényesek hozamainak eloszlására. Ez azonban nem így van. Történetesen a V_L (áttételes vállalat) = V_U (áttétel nélküli vállalat) kifejezi, hogy egy áttételbeli növekmény a következő hatásokkal jár: a tőke költség megnövekszik (elvárt hozam megnövekszik), a részvényesek kockázatvállalása megnövekszik és az átlagos tőke költség (WACC) nem változik.

MM nem hagyja figyelmen kívül a kockázatot. Felismerik, hogy az áttétel növeli a részvényesek kockázatát és a részvényesek többlethozamot várnak el a vállalt kockázat ellenében [Levy, 1988]. A vállalat tőke költsége akkor marad változatlan, ha feltételezzük, hogy a bemutatott függvény lineáris és a k_a olyan mértékben növekszik, amely ellensúlyozza az olcsóbb kölcsöntőke használatát, tekintet nélkül a (kölcsöntőke / részvénytőke) arányra.



5. ábra Modigliani -Miller II. tétele

Forrás: [Brealy-Myers, 1992] I. kötet 335. old.

Az ábra mutatja MM-II-es tétele szerint a WACC és a tőkeáttétel kapcsolatát. Mind a saját tőkétől, mind a hitelektől elvárt hozam nő a tőkeáttétel növekedésével. Azonban az elvárt hozamok növekedését pontosan ellensúlyozza az a tény, hogy a tőkeelemeken belül az alacsonyabb elvárt hozamú hitelek súlya nő, így a WACC változatlan marad. A WACC zérus adósság mellett az k_e -vel, a saját tőke költségével egyezik meg, amikor a saját tőke zérusra csökken az r_d -vel, az adósság költségévé.

A saját tőke költsége (k_e) az idegen tőke/saját tőke (D/E) aránnyal lineárisan növekszik, amíg a hitel kockázatmentes. Ha a tőkeáttétel növeli az adósság kockázatát, a hitelezők magasabb hozamot várnak el a hitel után, a hitel költsége növekszik (k_d). Ennek következtében a saját tőke költségének növekedési üteme csökken.

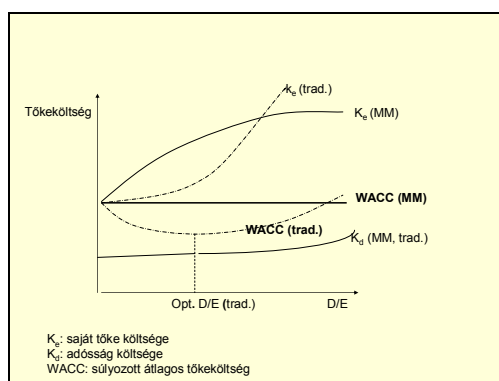
Modigliani és Miller hipotézise hasonló kockázatú vállalatok elemzésére alapozott, tehát ha a kockázat mértéke változik, akkor a vállalat értéke is változik. Következésképpen, az MM elméletben a vállalat értékét eszközeinek kockázatossága határozza meg, nem finanszírozási struktúrája [Modigliani, 1988].

MM [Modigliani-Miller, 1961] azt is bizonyította, hogy a vállalat értékét nem befolyásolja a választott osztalékpolitika, az csupán a finanszírozási struktúrára van hatással. Élve a tökéletes tőkepiac feltételezésével, illetve feltételezve, hogy a beruházási politika adott és ez független az osztalékpolitikától, elmondható, hogy az osztalékpolitikai döntésnek nincs hatása a részvény árfolyamának alakulására, nem befolyásolja a részvényes vagyont. MM 1961-es, klasszikus cikkében úgy érvelt, hogy mivel a befektetők nemcsak osztalék útján juthatnak pénzhez, nem fognak magasabb árat fizetni egy olyan cég részvényeiért, amely magasabb osztalékot fizet. Ezért nem kell a vállalatoknak aggódniuk az osztalékpolitika miatt, mivel az a beruházási és finanszírozási döntések függvényében alakul. A kockázat szempontjából elmondható, hogy a vállalat összes részvényesének együttes kockázatát a beruházási és finanszírozási politika már eldönti, arra az osztalékpolitika nincs hatással. Ez úgy is megfogalmazható, hogy nincs külön osztalékpolitika, mivel az a finanszírozási politika része, nem lehet elkülönülten vizsgálni attól.

A legnyilvánvalóbb piaci tökéletlenség, hogy az adórendszer eltérően kezeli az osztalékot és az árfolyamnyereséget. Többen is igazolták, hogy az adózás előtti (bruttó) hozamokban tükröződnek az eltérő adókulcsok [Brelay-Myers, 1992].

3.3. A tradicionális és a MM elmélet összehasonlítása

A két elmélet közötti alapvető különbség, hogy míg a tradicionális elmélet szerint van optimális tőkeáttétel, a Modigliani-Miller felfogás szerint nincs az idegen tőke/saját tőke arálynak optimuma a vállalati életben. A két elmélet közötti különbségeket szemlélteti az alábbi ábra:



6. ábra A tradicionális és az MM elmélet összehasonlítása

Forrás: [Brealy-Myers, 1992] 1. kötet 340. old.

A folytonos vonal mutatja MM álláspontját a tőkeáttételnek a saját tőke várható költségére és a súlyozott átlagos tőkeköltségre vonatkozó hatásáról. A szaggatott vonal mutatja a tradicionális álláspontot. E szerint a hitelfelvétel először lassabban növeli a hitel költségét, mint azt az MM elmélet állítja, majd az „észlelt” kockázat után a hitel költsége „megugrik”, a túlzott hitelfelvétel hatására. Így a súlyozott átlagos tőkeköltség minimalizálható, azáltal, hogy az adósság arányát mindig az „észlelt” kockázat alatt tartja a vállalat. Ahol a súlyozott átlagos tőkeköltség minimális, ott maximális a vállalat értéke. A tradicionális elmélet követői szerint a súlyozott átlagos

tőkeköltség minimalizálása a teljes vállalati érték maximalizálásával egyenlő, de csak akkor, ha a hitelfelvétel nem befolyásolja a működési jövedelmet.

MM esetében a súlyozott átlagos tőkeköltség minden idegen tőke/saját tőke aránynál ugyanakkora, mert az alacsonyabb költségű, növekvő arányú hitelfelvétel előnyét éppen ellensúlyozza a növekvő kockázat miatti saját tőke költségnövekedése.

3.4. Az adózás bevezetése a Modigliani-Miller modellbe – módosított MM. I. tétel

Az MM. I. tétele igen extrém feltételeinek feloldását már maga a szerőpáros is elkezdte.

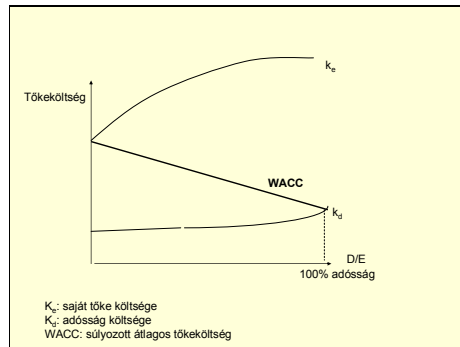
1963-ban megjelent cikkükben [Modigliani-Miller, 1963]⁶ megvizsgálták, hogy mi a helyzet, ha feltételezzük, hogy van társasági adófizetési kötelezettség. Felismerték, hogy az áttétel növekedésével egyenes arányban növekszik a nettó megtérülés és a vállalat piaci értéke, mivel a kölcsön kamata levonható az adóból.

Társasági adófizetés esetében tehát a tőkeáttétel már befolyásolja a vállalat értékét. Ha a vállalat növeli a tőkeáttételt, akkor a vállalat értéke növekszik és az átlagos tőkeköltsége csökken a kamat adópajzsa miatt.

MM módosított tétele szerint, ha van társasági adófizetési kötelezettsége a vállalatoknak, a vállalat optimális tőkeáttétele ott van, amikor 100%-ban adósságból finanszírozzák a vállalatot.

A helyzetet az alábbi ábra mutatja.

⁶ MM eredeti cikke [Modigliani-Miller, 1958] felismerte a kamat miatti adómegetakartás hatását, de nem helyesen értelmezte azt. Az erre vonatkozó korrekciót 1963-ban írt, jelentős cikkükben publikálták.



7. ábra A WACC alakulása az adózás bevezetése után a MM-i világban

Forrás: saját szerkesztés

A részvények és a kötvények költség egyenese nem párhuzamos többé, mivel az adósság utáni kamatkiadásnak csak $1-T_c$ szerese sújtja a vállalatot, amennyiben nyereséges. T_c -vel jelöljük a társasági nyereségadó kulcs nagyságát. A teher többi részét a költségvetés állja, aki a kamat adópajzsával kevesebb adóbevételezre tesz szert.

Hogyan tudjuk kiszámítani, hogy az adópajzs mennyivel növeli meg a vállalat értékét? Továbbra is tételezzük fel, hogy MM adózáson kívüli többi feltétele teljesül. Akkor a kamatkiadások örökjáradékot alkotnak, következésképpen az adópajzs is. Egy örökjáradék jelenértéke az éves járadék és az örökjáradéktól elvárt hozam hányadosa. Ez az elvárt hozam az örökjáradék kockázatával arányos. Hogy ez mekkora? Hatékony tőkepiacokon ez az adósság elvárt hozamával egyezik meg, hiszen a kötvényesek tisztában vannak az adósság kockázatával, és a kötvények helyesen árazottak. Az adópajzs értéke tehát:

$$V_D = \frac{r_d * D * T_c}{r} \Rightarrow \frac{r_d * D * T_c}{r_d} = D * T_c$$

ahol:

V_D – a kamat adópajzsának értéke

r_d – kötvényektől elvárt hozam

D – kötvények piaci értéke,

T_c – társasági adókulcs,

r – adópajzstól elvárt hozam, ami a kötvényektől elvárt hozammal egyenlő.

MM módosított I. tétele szerint, ha a vállalat növeli a tőkeáttételét, a vállalat értéke növekszik, és a növekedés mértéke egyenlő az adósság növekedésének és a társasági adókulcsnak a szorzatával. A tőkeáttétellel működő vállalat értéke tehát a tőkeáttétel nélküli vállalat értéke + az adópajzs jelenértéke.

$$V_L = V_U + T_c * D$$

A módosított MM tétel következtetése természetesen ellentmond a gyakorlati tapasztalatoknak. Egyetlen vállalat sem törekszik az adósság minden határon túl történő halmozására. 100%-ban adósságból finanszírozott cég el sem képzelhető. Ha a saját tőkének nincs értéke, az a csődhelyzet, ha a céget felszámolják a hitelezők azon nyomban tulajdonosok lesznek és a 100%-os adósságból 100% saját tőke válik. Ha az elmélet ellentmond a gyakorlati tapasztalatnak célszerű azt a következtetést levonni, hogy az elméletben van a hiba. MM egyik magyarázata az volt, hogy az elemzés csak a társasági adózás hatását vizsgálta, holott a részvény- és kötvénytulajdonosok, mielőtt megkapják a hozamot, személyi jövedelemadót is fizetniük kell.

Hogyan alakul a helyzet, ha figyelembe vesszük a SZJA-t. Jelölje T_c a társasági adó kulcsát, a személyi jövedelemadóban T_{PD} a kamatadó kulcsát, T_{PE} pedig az osztalékadó kulcsát. A kérdés az, hogy 1 Ft kamatként, illetve osztalékként kifizetett jövedelemből hány százalékot kap kézhez a hitelező, illetve a tulajdonos az adóterhek levonása után. A sémát az alábbi táblázat mutatja:

1. táblázat A társasági és a személyi jövedelemadó hatása a kamat és osztalék jövedelemre

A társasági és a személyi jövedelemadó hatása a kamat és osztalék jövedelemre		
	1 Ft kamat jövedelem	1 Ft osztalék jövedelem
Társasági adó	–	$(1-T_C)$
Személyi jövedelem adó	$(1-T_{PD})$	$(1-T_{PE})$
Együttes hatás	$(1-T_{PD})$	$(1-T_C)(1-T_{PE})$

Forrás: saját szerkesztés

A kamat költségként elszámolható, bár vannak bizonyos korlátozások⁷. A személyi jövedelemadóban a kamatadó kulcsa (T_{PD}) 2006 szeptemberétől 20%, így a hitelező a kamatbevétel 80%-át kaphatja meg. Magánszemély ezzel csak abban az esetben élhet, ha kötvénytulajdonos, mivel a magánszemélyek közvetlen hitelnyújtását és a kamat költségként való elszámolását a személyi jövedelemadó erősen korlátozza.⁸ Így 1 Ft kamatjövedelemből 80% marad a hitelezőnél. A társasági adó kulcsa 2006 szeptemberétől 16% + 4% különadó,⁹ az osztalékadóé 20%. 1 Ft adózatlan eredményből így $(1-0,2) \cdot (1-0,2) = 0,64$ Ft adózott jövedelmet kap kézhez a tulajdonos.¹⁰

Látható, hogy a személyi jövedelemadó bekapcsolása csak gyengíti a hitel adóelőnyét, de még mindig megmarad.

⁷ A 2006-ban érvényes társasági adótörvény szerint a saját tőke háromszorosát meghaladó hitel kamata adóalap növelő. A kapcsolt vállalkozásoknak fizetett és kapott kamatok különbsége 50%-ban adóalap növelő.

⁸ 2006-ban érvényes személyi jövedelemadó-törvény szerint az egy magánszemély által vállalkozásnak adómentesen nyújtott kölcsön maximális összege 20 ezer forint, aminek kamata nem haladhatja meg a jegybanki alapkamat 1,05 szersését.

⁹ A 4%-os különadót a társasági adó hatálya alá tartozó, nyereséges társas vállalkozásoknak és egyéni vállalkozóknak kell fizetni.

¹⁰ A saját tőke 30%-t meghaladó osztalékot azonban 35%-os adó terheli.

Durand már 1952-ben megfogalmazta, hogy ha a vállalatoknak van adófizetési kötelezettsége, hitel felvétellel növelhető a tőkejuttatóknak kifizetett cash flow [Durand, 1952].

Abból indult ki, hogy a vállalati vezetők nem a vállalati nyereség maximalizálására kell, hogy törekedjenek, hanem a vállalati vagyon maximalizálására. A mások fontos dolog amit eltérően kezel elődjeitől, hogy a tőke költséget nem a kamat nagyságával méri, hanem a marginális befektetések megtérülési rátájával, mely a vállalat befektetéseinek növelését szolgálja. Így az értékpapír értékelés lesz a tőke költség meghatározásának kulcsa. Számpéldával bizonyítja, hogy a társasági adó figyelembevételével a vállalat értéke megnövekszik, mivel a hitel kamata levonható az adóalapból. A vállalat értéke akkor lesz maximális, ha a menedzserek körültekintően választják meg a létező optimális tőkeszerkezetet, figyelembe véve az adók hatását is.

Miller¹¹ [1977] azt vizsgálta írásában, hogy a különböző SZJA kulcsoknak milyen hatása van a vállalati hitelfelvételre. Ennek csak akkor van jelentősége, ha kamatbevétel összevont jövedelemként adózik, mint pl. az USA-ban. Magyarországon a kamatbevétel külön adózó jövedelem, forrásadó terheli (mint korábban említettem ennek nagysága 2006 szeptemberétől 20%). Így nálunk a SZJA kulcsok semmilyen hatást nem gyakorolnak a vállalati hitelfelvételre. Egyébként Miller is arra a következtetésre jutott, hogy amennyiben az osztalékadó és a kamatadó megegyezik, a MM által leírt egyezőség helyes, vagyis $V_L = V_U + T_C D$.

Az MM elmélet és Miller is megállapítja, hogy a vállalati hitelfelvétel miatt létrejön a kamatfizetés miatti adómentesítés, az adópajzs. Ez a lehetőség arra ösztönzi a vállalatot, hogy mindaddig növelje a hitelfelvételét, amíg a vállalati adómentesítés egyenlő nem lesz az újabb hitelnyújtók személyi jövedelemadó terhével.

A két elmélet közötti eltérés központjában az a pótlólagos személyi jövedelemadó áll, amit a kötvényszerző fizet a részvényvásárlóval szemben. MM ugyanis hallgatólagosan feltételezi, hogy a személyi jövedelemadó ugyanakkora a kötvények és a részvények után. Ebben az esetben a

¹¹ Ez ugyanaz a személy, mint aki megalkotta az MM tételeket.

vállalati adómegetakarítás mindig meghaladja a pótlólagos hitelező által fizetett extra SZJA-t, amiből az következik, hogy a vállalatoknak a megfelelő magatartása a maximális hitelfelvétel.

Miller azzal a feltételezéssel él, hogy a befektetők adókulcsai különbözőek. A vállalati hitelállomány csak akkor nő, ha az egyre magasabb kulcsú befektetőket rá lehet venni kötvény vásárlásra. Ebben az esetben a pótlólagos hitelnyújtó adóterhei növekednek. Miller modelljében a teljes hitelállomány akkor ér el egyensúlyi értéket, amikor a hitelfelvevők vállalati adómegetakarítása, az adópajzs, megegyezik a hitelezők extra adóterheivel. Ha a vállalatok egyforma kulcs szerint adóznak, akkor az elmélet szempontjából lényegtelen, hogy ki veszi fel a hitelt.

Néhány dolgot azonban fontos megjegyezni ezzel kapcsolatban [Brealey-Myers, 1992]:

- A vállalatok nem lehetnek biztosak abban, hogy az adópajzsot teljesen ki tudják használni, hiszen ehhez adóköteles nyereség elérése szükséges. Minél kisebb a vállalat adóköteles jövedelme, annál kisebb az adóvédelem tényleges hatása is. A kötvénykibocsátásból származó tényleges adóelőny csökkenhet a kölcsöntőke növekedésével. Ennek értelmében az optimális tőkestruktúrát a várható adópajzs nagysága határozza meg.
- Az adópajzs értéke különböző a különböző vállalatok esetében. Azon vállalatok esetében van a legnagyobb értéke a hitel adópajzsának, ahol kevés egyéb, költségként elszámolható tényező van vállalat életében. Azon vállalatoknál azonban ahol sok egyéb, nem kamatfizetésből származó adómegetakarítás van, s emellett kilátásaik is bizonytalanok, általában kevesebb hitelt vesznek fel, mint azt az adópajzs kihasználása indokoltá tenné. A csődtől való félelem és más tényezők miatt korlátja van a kölcsöntőke igénybevételének. Hiszen a hitelfelvétel nem az egyetlen módszer a társasági nyereségadó elleni védekezésre. A magyarországi gyakorlat a transzferárak alkalmazása és tanácsadói díjak (közös tulajdonú vállalatok esetén), értékvesztés elszámolása, céltartalék képzés, stb. Minél jobban kihasználja a vállalat az egyéb lehetőségeket, annál kisebb jelentősége van a hitelfelvétel adómegetakarítási lehetőségének.

A MM tételek nehéz emészthetőségét hivatott jelezni az alábbi történet:

„Miután Franco Modigliani munkásságát a Svéd Tudományos Akadémia 1985-ben Nobel-díjjal ismert el, egy chicagói tévétársaság felkérte Merton Millert egy végül kudarcba fulladt beszélgetésre:

Riporter: „Ön és Prof. Modigliani néhány éve együtt dolgozták ki az MM tételeket. Össze tudná foglalni ezeket röviden a nézők kedvéért?”

Merton M.: „Milyen röviden?”

R.: „Óh, legyen 10 másodperc!”

M.: „Egy élet munkáját? Két 30 oldalas cikket? Hm...”

R.: „Nem muszáj részletekbe menőn. Csak tömören a főbb megállapításokat.”

M.: „A tőkeköltséggel kapcsolatos cikkben azt a tételt fogalmaztuk meg, mely szerint egy idealizált világban, teljes és tökéletes tőkepiacon, ahol a szereplők szimmetrikus információkkal rendelkeznek, egy vállalat által kibocsátott értékpapírok piaci összértékét a vállalat reáleszközeinek jövedelem-termelő képessége, illetve kockázata határozza meg, függetlenül a kibocsátott értékpapírokon belüli részvények és kötvények arányától...”

R.: „Ö... Lehetne egyszerűbben?”

M.: „Gondoljunk a vállalatra úgy, mint egy dézsa frissen fejt teje. A gazda eladhatja a tejet eredeti formájában, vagy lefölözheti róla a tejfölt és eladhatja azt drágábban, ahogy alacsony eladósodottság mellett a cég magas árfolyamon bocsáthat ki kötvényeket. A tőkeáttétel növelésével azonban a kötvény árfolyama, hasonlóan a zsírban szegényebb tejföl árához csökken. A tejföl mellett, természetesen a fölözött tejet is értékesíti a gazda, mégpedig a fölözetlen tejnél olcsóbban, miként a tőkeáttételes vállalat részvényeinek árfolyama is alacsonyabb, mint a tőkeáttétel nélkülié. MM I tétele szerint, ha a tej lefölözése költségmentesen megvalósítható, a tejföl és fölözött tej értékesítésével ugyanannyi bevételhez jut a gazda, mintha a fölözetlen tejet adná el.”

A tévések összenéztek, és rövid tanakodás után arra a megállapításra jutottak, hogy ez még mindig túl hosszú és akadémikus.

R.: „Professzor úr, nem tudná, még egyszerűbben megfogalmazni?”

M.: „Gondoljunk a vállalatra úgy, mint egy pizzára. A tétel szerint, ha a pizzát negyedekbe vágjuk, bár több szeletet kapunk, a pizza ugyanakkora marad.”

A tévések ismét egymásra meredtek, és zavartan összesúgtak.

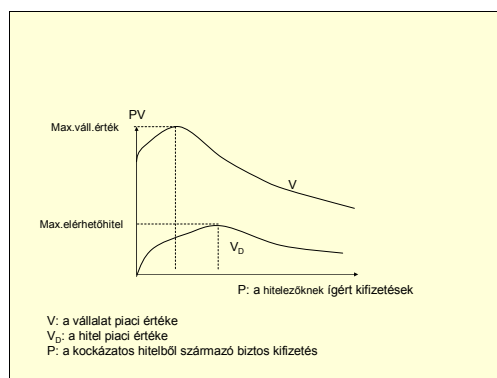
R.: „Professzor úr! Ö... megpróbálhatnánk a másik tételt?”

A válasz, illetve az azt követő néhány másodperces feszült csend után a lámpákat és mikrofonokat kikapcsolták, a szerkesztő megköszönte a professzor idejét és egy későbbi időpont egyeztetést ígérve elköszönt.” [Nagy Attila, 2003]

3.4.1. Myers véleménye az adózás hatásáról

A hitellel való finanszírozás és a vállalati érték közötti kapcsolatot Myers [1977] a következőképpen jellemzi: ha a részvénytőke helyett kölcsöntőkét alkalmazunk a

tőkestruktúrában, azt láthatjuk, hogy a kamat miatti adómegettarítás jelenértéke kezdetben fölülmúlja az értékes befektetések lemondásából származó vállalati értékvesztést. 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 a kamat adóvédelmének értéke változik-e ha a vállalat csődbe menne, vagy limitált-e az adóból leírható kamatösszeg.



Forrás: [Myers, 1977] 174. old.

Abban az esetben, ha a kamat adómegettakarításából származó előnyök elvesznek (amiatt, hogy a vállalat csődbe jut), már nem biztos, hogy a vállalat értékének maximuma a felvett hitel maximuma előtt következik be. Tény viszont, hogy a vállalatok úgy választják meg a

hitelezőknek ígért kifizetések értékét, hogy a vállalat értékét, és nem a hitelek értékét akarják maximalizálni. Csak a véletlen következménye, ha a kettő egybeesik.

3.4.2. DeAngelo-Masulis véleménye az adózás hatásáról

A DeAngelo-Masulis szerzőpáros [DeAngelo-Masulis, 1980] a Miller-modellből vezette le a belső tőkeszerkezet-optimumot. Az elmélet abból indul ki, 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 ezen problémára. Továbbá a vállalatoknak 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. Minél nagyobb az áttétel, annál nagyobb a valószínűsége annak, hogy a pótlólagos hitelfelvételből származó adómegtakarítás 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.

Munkájuk egyetlen gyenge pontja az a feltételezés, mely szerint a hitelezőknek a teljes visszafizetésre, azaz a kamatra és a tőketörlesztésre, jövedelemadót kell fizetni. Mégis jelentős a modell, hiszen rámutat arra, hogy a személyi jövedelemadó kulcsának nem feltétlenül kell megegyeznie a nominális vállalati adókulccsal ahhoz, hogy az MM I. tétel teljesüljön.

3.4.3. Zechner és Swoboda véleménye az adózás hatásáról

A Zechner-Swoboda szerzőpáros [Zechner-Swoboda, 1986] hasonló problémát vizsgált azzal a feltételezéssel, hogy a hitelezőnél csak a kamatbevétel adóköteles. Ez esetben, ha a marginális jövedelemadó azonos a társasági adóval, akkor két esetben létezik optimális adósság:

1. Az első esetben a tiszta saját finanszírozás és az alacsony hitelfelvétel az optimális, mégpedig olyan arányban, hogy keletkezzen adózott profit.
2. A második esetben az adósság legyen olyan magas, mint az összes adóalapot csökkentő költségátétel a kamatfizetés kivételével.

Az adómodellekhez a következő megjegyzéseket lehet fűzni:

„-Vegyük észre, hogy mind a Miller modellben, mind a Masulis-DeAngelo modellben az alacsony jövedelemadó-kulcsú befektetők és a magas vállalati adókulcsú vállalatok arbitrálhatnak az adóhivatal terhére. Emiatt nem valószínű, hogy ilyen adórendszer a gyakorlatban bárhol előfordulna, hiszen végül is az állam alakítja ki az adózás rendjét. Ez gyengíti a két modell általlevont következtetéseket.

- Helytelen az adózási szempontok túlhangsúlyozása a portfólió kialakításában. Könnyen lehet olyan példát találni, amikor a diverzifikációs és az adózási szempontok ellentétbe kerülnek”[Mikolasek-Sulyok-Pap, 1996].

Az adómegetakarítás sikeressége vállalatról vállalatra változó. Azok a cégek, amelyeknek sok egyéb, nem kamatfizetésből származó adómegetakarítása és a kilátásaik is bizonytalanok általában kevesebb hitelt vesznek fel, mint a folyamatosan nyereséges cégek.

Nem tökéletes tőkepiacon a pénzügyi nehézségektől és a csődtől való félelem is korlátot szab a vállalati hitel igénybevételnek.

A következőkben bemutatásra kerülő választásos elmélet figyelembe veszi az adósság használatának adómegetakarítási előnyét, illetve az adósság következményeként jelentkező pénzügyi nehézség, csőd lehetőségét.

3.5.A választásos elmélet (Trade-off theory)

A MM modell feltételezi, hogy a pénzügyi nehézségeknek nincsenek tranzakciós költségei. A tényleges világhoz való közelítés érdekében - az adózás bevezetése után – nézzük meg, hogy a feltétel feloldásának milyen hatása van a vállalat értékére.

Látható, hogy az adó bekapcsolása nem ad magyarázatot arra, miért nem törekszenek a vállalatok 100%-os eladósodottságra.

A pénzügyi nehézségek összességében vagyonvesztést okoznak a cégnek. A vagyonvesztés az eladósodottság függvénye. Zéró adósságállomány esetében a pénzügyi nehézségek előfordulási esélye is zérus, 100%-os adósságállomány esetében viszont maximális. A pénzügyi nehézségből származó veszteség felszámolási eljárás esetében a legnagyobb. A két érték közötti szürke zónáról csak azt tudjuk, hogy a pénzügyi nehézségekből származó vagyonvesztés monoton

növekszik, de a függvény alakját nem ismerjük. Ha figyelembe vesszük a pénzügyi nehézségeket is, a tőkeáttétellel működő vállalat értéke a tőkeáttétel nélkül működő vállalat értéke + az adópajzs jelenértéke – a pénzügyi nehézségek, csőd költségének jelenértéke. Képlettel:

$$V_L = V_U + T_c D - PV[\text{pénzügyi nehézség, csőd költsége}]$$

ahol:

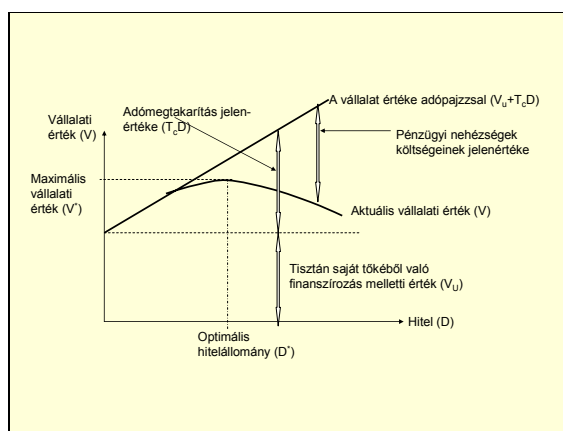
V_L = áttétellel működő vállalat

V_U = áttétel nélkül működő vállalat

T_{cD} = az adópajzs jelenértéke

PV = jelenérték

Nem tökéletes hatékonyságú tőkepiacokon az optimális tőkeáttétel ott van, ahol a tőkeáttétel növekedéséből származó adóelőny mértéke megegyezik a pénzügyi bajok költségének jelenértékével. A következő ábra azt szemlélteti, hogy ezen tényezők figyelembe vételével hogyan alakul a vállalat értéke:



9. ábra A vállalat értéke az adópajzs és a pénzügyi nehézségek a költségének figyelembe vételével

Forrás: [Ross et al., 1996] 426. old.

Az ábra azt mutatja, hogy az adómentekarártás és a pénzügyi nehézségek költsége közötti viszony hogyan határozza meg az optimális tőkestruktúrát, s a vállalat értékét.

Az ábrán látható fölfelé tartó egyenes vonal szimbolizálja a vállalat értékét a pénzügyi nehézségek figyelembe vétele nélkül, az adómegetakarítás figyelembe vételével. A görbe vonal szimbolizálja a pénzügyi nehézségek figyelembe vételével a vállalat értékét. A görbe emelkedését a kiindulópont után az okozza, hogy a vállalat hitelt vesz fel, aminek hatására adómegetakarítása keletkezik. Az adómegetakarítás jelenértéke a hitelállomány növekedésével kezdetben nő. Mérsékelt eladósodottság mellett a pénzügyi nehézségek valószínűsége elhanyagolható, így a pénzügyi nehézségek várható költségének a jelenértéke kicsi, és egyértelmű az adómegetakarításból származó előny. Egy bizonyos pont után azonban a pénzügyi nehézségek valószínűsége a további hitelfelvétel hatására gyorsan nő. A pénzügyi nehézségek költségei egyre fontosabbá válnak a vállalat életében s a vállalat piaci értékének csökkenéséhez vezetnek. Az is fontos tényező, hogy ha a vállalat nem biztos abban, hogy érvényesíteni tudja az adómegetakarításból származó előnyét, akkor a hitelfelvétel miatti adómegetakarításból származó előny valószínűleg csökken, majd eltűnik. Az elméleti optimum akkor következik be, amikor a pótlólagos hiteleknek köszönhető adómegetakarítások jelenértéke éppen megegyezik a várható pénzügyi nehézségek jelenértékének növekményével.

Ez az adósságállománynak az optimális értéke (D^*), amellyel a maximális vállalati érték érhető el (V^*). A hitelállomány további növelésével a pénzügyi nehézségek költségének jelenértéke jobban nő, mint a további hitelfelvételből származó adómegetakarítás jelenértéke.

A pénzügyi nehézségek költségei nem, vagy nehezen számszerűsíthetők, így nem is lehet meghatározni egy minden vállalatra érvényes képletet, amellyel kiszámolható ennek értéke.

Több szakember is megkísérelte a pénzügyi nehézségek költségeink számszerűsítését. Például Graham [Graham, 2000] olyan vállalati minta esetében becsülte meg a pénzügyi nehézségek költségeit ex post, amelyek már a mérés idején is küzdöttek pénzügyi nehézségekkel.

Melyek a pénzügyi nehézségek és csőd költségei?

A pénzügyi nehézségek költségei és csődeljárás költségessége vállalatonként változó. Ez elsősorban a vállalat vagyontárgyainak függvényében állapítható meg. Azok a cégek, melyek stabil piaccal rendelkeznek, és többnyire tárgyi eszközöket birtokolnak kevésbé érzékenyek az áttétel okozta finanszírozási nehézségek illetve csőd bekövetkeztének valószínűségére, mint azok a vállalatok amelyek főleg immateriális javakkal rendelkeznek.

Azt is fontos hangsúlyozni, hogy a pénzügyi nehézség volta, vagy a csőd valószínűsége még nem jelenti a vállalat megszűnését, éppen ezért az áttétel gondolata adott körülmények között nem veszélyes a vállalatra. A pénzügyi nehézségekkel illetve csőddel járó költségek abban az esetben tarthatják vissza a vállalatot a hitelfelvétel lehetőségétől, ha

- a pénzügyi nehézség következményeként a vállalat termékei iránti kereslet csökken, vagy a termelési költségek jelentősen megnövekednének
- a vállalat vezetője a saját érdekeitől vezérelve olyan pénzügyi döntést hozna, mely csökkentené a vállalat piaci értékét
- a vállalatot holtteher veszteség éri [Megginson, 1999].

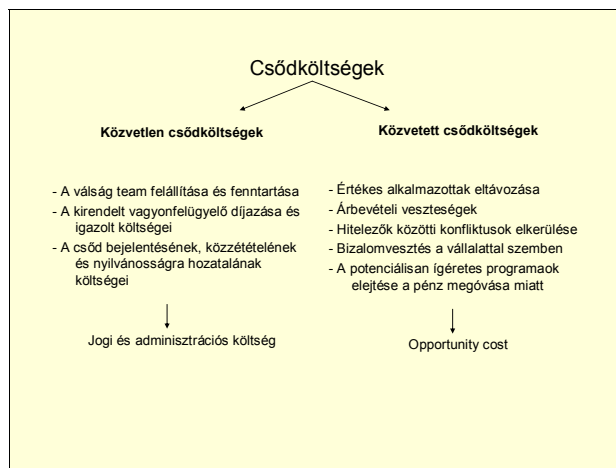
A csődköltségeket szokás direkt és indirekt csoportosításban bemutatni.

”A csődhöz, a felszámoláshoz és reorganizációhoz közvetlenül kapcsolódó jogi és adminisztratív ráfordításokat direkt csődköltségeknek nevezik. Ezek a kölcsön finanszírozástól visszatartó kiadások, mivel a csődbe ment vállalatnak egy darabja hirtelen eltűnik, s ez a csőd „adójaként” fogható fel. A vállalat választás elé kerül:

- A kölcsönvétel pénzmegtakarítást jelent a vállalati adók csökkenésén keresztül.
- Azonban, ha a vállalat egyre többet vesz kölcsön, akkor a vállalat csődbemenetelének nő az esélye, s a vállalat kénytelen lesz megfizetni a csőd adóját.

Mivel a csődbe jutás költséges, a vállalatok hajlandók fizetni annak elkerüléséért. A pénzügyileg megrendült cég – megfelelő beavatkozás hatására – képes lehet a felépülésre és túlélésre. A csőd elkerülésének költségét közvetett csődkiadásnak nevezik. Az indirekt csődköltségek sorába tartozik a gazdálkodási biztonság gyengülése miatt fellépő árbevételi veszteség; a profitábilis beruházási lehetőségek elmulasztása miatt jelentkező vesztesége; a felszámolt vállalat reorganizációs költsége; a finanszírozási rugalmasság csökkenése miatt beállt veszteség; a követelők közötti konfliktusok költsége” [Bélyácz, 1995].

A következő táblázat összefoglalja és csoportosítja a csődköltségeket:



10. ábra A csődköltségek csoportosítása

Forrás: [Katits, 1998] 243. old.

Összefoglalóan, ha a MM – i feltételek közül feloldjuk azt a két feltételt, hogy nincsen adófizetési kötelezettség, valamint a pénzügyi nehézségeknek nincsenek költségei, akkor arra a következtetésre jutunk, hogy a vállalat addig a pontig vesz fel hitelt, amíg a további egységyi hitelfelvételből származó adómegettakarítás előnye egyenlő a potenciális pénzügyi nehézség költségének jelenértékével, illetve a csődkockázat marginális veszteségével. Ezt a tételt fogalmazza meg a választásos elmélet (trade-off theory) [Miller, 1977]. Ezen elmélet szerint tehát létezik optimális tőkestruktúra.

A tőkeszerkezetnek ebből az elméletéből az következik, hogy az idegen források megcélzott hányada vállalatunként más és más. A biztonságos, tárgyi eszközökkel rendelkező és az adópajzzsal élni tudó (más szóval sok adóköteles eredménnyel rendelkező) vállalatoknál magasabb az idegen források aránya. A többségében immateriális eszközökkel rendelkező, veszteséges cégek pedig a saját forrásokat kell, hogy előnyben részesítsék.

Az elmélet szerint, ha a tőkeszerkezet átalakításának nem lennének költségei, akkor minden vállalat fenntarthatná a kitűzött idegentőke-részcégyntőke arányt, azonban a felmerülő költségek késleltetik az optimum kialakulását (Brealy-Myers, 1992).

Modigliani és Miller [1963] megfogalmazása ezzel kapcsolatban a következő: „Az adósság adómegetkarító tulajdonságának létezése ... nem jelenti azt, hogy a vállalatok állandóan a maximális adómegetkarítás kihasználására törekednek. Egyrészt más finanszírozási formák, nevezetesen a visszaforgatott nyereség, amikor a befektető személyi jövedelemadóbeli státuszát is figyelembe vesszük, bizonyos körülmények között olcsóbb lehet. Ennél is fontosabbak a hitelezők által előírt korlátozások ... amelyeket nem lehet teljesen megmagyarázni a statikus egyensúlyi modell keretei között.”

Ezen elméletből levonható fontos következtetések a következők:

- Az adómegetkarítás csak azon cégek számára hasznos, amelyek adófizető pozícióban vannak. Azok a vállalatok, amelyeknek tetemes felhalmozott veszteségük van, nem tudnak ezzel élni. Az adózással kapcsolatos másik fontos tényező az adókulcs nagysága. Minél nagyobb az adórata, annál nagyobb az általa elérhető megetkarítás.

- A pénzügyi nehézségekkel kapcsolatban a következő vállalatok magatartása: Azok a cégek, melyek EBIT értéke nagy volatilitású kevesebb hitelt vesznek fel, mint a többiek.

A csődköltség nagysága is változó a cég vagyontárgyaitól függően. Ha a vállalat olyan eszközökkel rendelkezik, amelyek jelentősebb értékvesztés nélkül eladhatók, akkor a csődköltség is alacsony szinten tartható. A csődköltséggel kapcsolatos holtteher veszteség okozhatja, hogy a csődben levő vállalat értéke kisebb, mint a működéséből származó várható pénzáramlás diszkontált jelenértéke. [Copeland-Weston, 1998].

- Az elmélet szerint azon cégeknek, amelyek erősen eladósodottak, részvényeket kell kibocsátaniuk, vagy adósságot törleszteniük, hogy tőkeszerkezetüket optimalizálják. A folyamatosan nyereséges cégek viszont növelhetik idegen tőke állományukat, hiszen elegendő fedezet áll rendelkezésükre, az adósság törlesztésére.

A gyakorlat viszont azt igazolja, hogy a legjövedelmezőbb cégek vesznek fel a legkevesebb hitelt, míg a kevésbé jövedelmező cégek hitelvolumene jelentős [például: Myers, 1984; Rajan-Zingales, 1995]. Vajon miért van ez így? Hiszen ha a választásos elméletet vesszük alapul, akkor a jövedelmező cégek több adófizetés előtti jövedelmet tudnának megetkarítani, anélkül, hogy pénzügyi nehézségük támadna.

Képes-e megmagyarázni a választásos elmélet a vállalatok tényleges viselkedését? A válasz az, hogy részben igen, részben nem. Az igen oldalon áll, hogy ez az elmélet sikeresen megmagyaráz sok tőkeszerkezetbeli különbséget az egyes ágazatok között. A csúcstechnológiát alkalmazó, növekvő vállalatok, amelyeknek az eszközi kockázatosak és jórészt immateriálisak, általában kevés hitellel működnek. A biztonságos, materiális eszközökkel rendelkező vállalatok viszont eladósodnak.

Nem tud azonban magyarázatot adni a választásos elmélet arra a kérdésre, hogy adott ágazaton belül miért a legnyereségesebb vállalatok vannak a legkevésbé eladósodva. A tartósan nyereséges vállalatok megengedhetnék maguknak, hogy magas adósságállományt használjanak a tőkestruktúrájukban, mert egyrészt eszközfedezetük, másrészt az EBIT nagysága garanciát nyújtana a visszafizetésre. A nyereséges vállalat nem megy el addig a határig, amíg az adómegettarításból származó előnyök meghaladják a finanszírozási nehézségek potenciális költségeit. Graham [Graham, 2000] ezt így fogalmazza meg: "Paradox módon a nagy, likvid, nyereséges vállalatok, amelyeknél a pénzügyi nehézségek várható költségei alacsonyak, konzervatív adósságpolitikát alkalmaznak." Konzervatív adósságpolitika alatt azt érti a szerző, hogy a vállalatok nem mernek annyi adósságot felvenni, hogy az egységnyi hitelfelvételből származó adómegettarítás egyenlő legyen a pénzügyi nehézségek várható jelenértékével.

3.5.1. Dinamikus választásos elmélet

A választásos elméleten belül kialakult ennek egy új változata, a dinamikus választásos elmélet (dynamic trade-off theory). Ez a módosított verzió azt fogalmazza meg, hogy a vállalatoknak van egy célrátájuk az idegen tőke/saját tőke tekintetében, és amikor már egy idő után a vállalat tényleges tőkeszerkezete jelentősen eltér ettől a kitűzött céltől, akkor megfelelő lépésekkel igyekeznek visszaállítani ezt az arányt [Hovakimian et al., 2002]. A kiigazításban fontos szerepe van a kiigazítás költségének, illetve annak, hogy a célrátától való eltérés mennyi plusz költséget jelent a vállalatnak. A jelentős tranzakciós (kiigazítási) költségek távol tarthatják a vállalatokat a célrátától, és hosszú távon jelentős különbségek keletkezhetnek a vállalatoknál a tényleges és az

elérni kívánt adósságráta tekintetében. Ezt fogalmazza meg Fischer, Heinkel és Zehner [1989] valamint Leland [1988]. Az ő modelljeikben a cél adósságarány konstans.

Kayhan-Titman [2004] vizsgálatai is azt igazolták, hogy a vállalat igazodik egy célrátahoz, de ez az igazodás csak nagyon lassan megy végbe.

Ezen tanulmányokkal szemben, alternatív megfogalmazás szerint a cél adósságráta időben változó nagyság, a korábbi adósságshinthez való visszatérés nem célja a vállalatnak. Ezt fogalmazza meg Titman és Tsplakov.

3.5.2. Titman és Tsplakov dinamikus modellje

Modelljükben [Titman- Tsplakov, 2005] azt vizsgálják, hogy a vállalati adósságarány időben hogyan változik.

Tanulmányukban a vállalatok tőkeszerkezete és befektetési döntései dinamikusan módosíthatók. A vállalat értéke a folyamatosan hozott befektetési és finanszírozási döntések által meghatározott. A vállalat piaci értéke a vállalat jövedelme által meghatározott tényező, amely a vállalat belső beruházási döntéseitől függ. A vállalat cél adósságrátája időben változó nagyság, amelyet módosíthat a vállalat által előállított termékek árának változása ugyanúgy, mint a vállalati beruházási politika változása.

A modell megállapítja – több tanulmánnyal egybehangzóan -, hogy a tőkestruktúra változásának fontos meghatározó tényezője a vállalati múltbeli cash-flow alakulása, amely viszonylag gyorsan változtatja a tőkestruktúrát, viszonylag lassan egy cél adósságarány elérése felé halad a vállalat, amely célráta időben mozgó nagyság.

3.5.3. Hennessy és Whited modellje

A szerzők dinamikus trade-off modelljükben [Hennessy- Whited, 2005], megmagyarázzák azt az erős ellentmondást a statikus trade-off elmélet és a gyakorlat között, hogy a gyakorlat erős negatív korrelációt mutat a jövedelmezőség és az eladósodottság között a vállalatok körében. Tehát a vállalatok nem használják ki teljesen az adópajzs nyújtotta előnyöket. A szerzők azt mutatják be, hogy nincs cél adósság ráta, mivel a tőkeáttétel múltbeli tényezők által meghatározott. Lényeges eltérés a korábbi tanulmányokhoz képest az, hogy a szerzők bemutatják, hogy a vállalatok a beruházási és finanszírozási döntéseket egymással

kölcsönhatásban hozzák a vállalati döntéshozók, és ez a döntés erősen függ a jelenlegi és a jövőben várható pénzügyi fedezettől.

Összességében, hosszútávon a nagy áttétellel működő vállalatok esetében igazolható, hogy a trade-off elméletnek megfelelően a vállalati értéket maximalizáló kölcsöntőke-részvénytőke arányt alakítják ki [Myers-Sussman, 2004].

A vállalatok választanak az adósság és részvénykibocsátás között, mérlegelve az adósság kibocsátás hasznait és költségeit. Érdekes azt is megvizsgálni, hogy a vállalat életciklusának mely szakaszában van, hiszen a hitel és részvény közötti választás lehetőségét ez a tény nagymértékben meghatározza. Az érettség szakaszában használ a legtöbb adósságot a vállalat a tőkeszerkezetében.

3.6. Finanszírozás és vállalati életgörbe – dinamikus finanszírozási áttételkezelés

A következő táblázat összefoglalja a vállalati életgörbe szakaszait, valamint az egyes szakaszok finanszírozási lehetőségeit. A táblázat jelzi a vállalkozások életében azokat a fejlődési szakaszokat, amikor az adómegettarítás növelheti a cég értékét, ugyanakkor a pénzügyi nehézségek költségei jelen vannak és csökkentik a vállalat értékét.

A kezdeti szakaszokban – alapítás, növekedés – a vállalatok elvétve használnak hitelt. Később, a fellendülés szakaszában a vállalatok már használnak adósságot. Ebben a szakaszban a létező beruházásokból már jelentős pénzáram mutatkozik, valamint a jövőbeli pénzáramlás is pontosan előrejelezhető. Az adósságarány legmagasabb szintjét a vállalat az érettség szakaszában éri el. A vállalat az életciklusának minden szakaszában optimalizálja az adósság használatának hasznait és költségeit. A kezdeti szakaszokban az adósság használatából származó adómegettarítás lehetősége kicsi a cégeknél, mivel ekkor még az adóztatható jövedelme is kicsi a cégnek, esetleg negatív. A költségek oldaláról közelítve, elmondható, hogy az alacsony és volatilis jövedelem növeli a csőd lehetőségét. A jelentős beruházások és értékes eszközök hiánya és az új beruházások fontossága óvatosságra inti a kölcsönnyújtókat.

A virágzás szakaszában elmozdulás figyelhető meg az adósságarány növelése felé. Az adómegettarítás nő, a vállalati csőd lehetőségének költségei csökkennek, mivel a meglévő

beruházásokból egyre nagyobb és biztosabb pénzáram keletkezik. A cégeknek mind az eszközállomány, mind a nyeresége növekszik. A kölcsönnyújtó biztonságban érezheti magát. A hanyatló szakaszban a vállalat visszafizeti adósságát, már nem kezd új beruházásba. Az adósság használatából adómeztakarítást ér el, amely azonban csökkenő tendenciájú.

2. táblázat A (hitel / tulajdonosi tőke) arány megválasztása és a vállalati életciklus közötti kapcsolat

	1. Alapítás	2. Növekedés	3. Fellendülés	4. Virágzás	5. Hanyatlás
Adómeztakarítás	Ha vesztesége van, 0.	Alacsony, mivel a nyereség korlátozott.	Növekszik az eredménnyel együtt.	Magas	Magas, de csökkenő.
Az adósság fegyverező ereje	Alacsony, mivel a tulaj. Vezeti a céget.	Alacsony, még állami vállalatnál is sürd az ellenörzés.	Növekszik, mivel a vezetők kevésbé tulajdonosai a cégnek.	Magas. Mások a cég vezetői, mint tulajdonosai.	Csökkenő, mivel a cég nem kezd sok új beruházásba.
Csődköltség	Nagyon magas. A cégnek nincs vagy negatív az eredménye	Nagyon magas. A nyereség alacsony és ingadozó.	Magas. A nyereség növekszik, de még ingadozó.	Csökkenő, mivel a meglévő eszközökből származó nyereség nő.	Alacsony, de növekvő, mivel az aktuális projektek befejeződnek
Ügynöki költség	Nagyon magas, a cégnek csak kevés eszköze van.	Magas. Az új beruházásokat nehéz felügyelni.	Magas. Sok új beruházás, instabil kockázat.	Csökken, mivel a kész beruházások a vállalat jelentős részét képezik.	Alacsony. A cég kevés új beruházásba kezd.
Rugalmasság Szükséglet	Nagyon magas, mivel a cég most építi fel önmagát.	Magas. A terjeszkedés szükségessége széles és nem megjósolható.	Magas. A terjeszkedés szükségessége megjósolhatatlan marad.	Alacsony. A cégnek alacsony és előrejelezhetőbb a beruházási szükséglete.	Nem létező. A cégnek nincs új beruházási szükséglete.
Helyettesítetőség adósság /saját tőke között	A költségek meghaladják a bevételt. Minimális adósság.	A költségek még mindig meghaladják a bevételt Többnyire saját tőke.	Az adósság kezd nettó hasznot hozni a cégnek.	Az adósság még vonzóbb lehetőséggé válik.	Az adósság hasznot hoz.

Forrás: Damodaran [2001], 562. old.

(A finanszírozási lehetőségek között nem szerepelnek az állami támogatások, mivel tiszta piaci viszonyok között működő rendszer leírásáról van szó.)

Az eddig leírt gondolatok, elméletek egy gondolatfüzérre fűzhetők fel, egymásból logikusan következnek. Az alapgondolatot a Nobel díjjal is jutalmazott Modigliani-Miller szerzőpáros adta, az ő modelljük módosítását, a való világhoz való közelítését végezte el a következő nemzedék, s a kérdés az volt, hogy létezik-e optimális tőkeszerkezet. Ezek az elméletek a vállalati pénzügyekkel foglalkozók által jól ismert gondolatok, mindenképpen a „fő áramlatba” tartoznak. Azonban az is nyilvánvaló, hogy a más szempontokat is figyelembe vevő elméleteknek is helye

van, hiszen ez eddigi elméletek nem tudnak mindig kielégítő magyarázatot adni arra a két alapkérdésre, hogy miért és mennyi hitelt vegyen fel a vállalat. Ezért a közgazdászok a piac más tökéletlenségeiben kezdték keresni a vállalati tőkeszerkezet eltérésének meghatározó okát. Az alapkérdés most már nem az, hogy létezik-e optimális tőkeszerkezet, sokkal inkább arra fókuszálnak a következőkben ismertetésre kerülő elméletek, hogy megmagyarázzák a vállalatok viselkedését, és újabb szempontokra világítsanak rá a tőkeszerkezet alakítást illetően.

3.7. A tőkeszerkezet információelméleti megközelítései

Az 1970-es években egy új irányzat a közgazdaságtanban, az információelméleti közgazdaságtan. Ez abból indul ki, hogy a piaci szereplők (a vállalat belső és külső szereplői, vagyis a vállalatvezető és a befektető) nem egyenlően informáltak, illetve nem egyforma az információszerzési lehetőségük. Ez a kijelentés ellentmondani látszik a hatékony piacok elméletének, mely szerint a piaci árakban minden információ tükröződik. Bár empirikusan nem sikerült a pénzügyi piacok teljes hatékonyságát kielégítően igazolni, elméletileg ezeket mégis általában elég erősen hatékonnak tartják. Hogyan lehetnek akkor a piaci szereplők eltérő informáltságúak, ha az árak mindenki számára hozzáférhetőek? Erre a problémára ad egy lehetséges megoldást a Grossman- Stiglitz paradoxon, illetve a paradoxon feloldása. Ennek az a lényege, hogy ha az árakban minden információ tükröződne, akkor senkinek sem érné meg az információ összegyűjtésével foglalkoznia, hiszen elég lenne csak az árakat megvizsgálni. Ha azonban senki sem foglalkozik az információk megszerzésével, akkor azok nem is jelenhetnek meg az árakban. Vagyis ha az információ összegyűjtése költséges tevékenység, akkor az egyensúlyi árak nem tükrözhetik teljesen az összes információt, valamilyen zavaró hatásnak még jelen kell lenniük az árban. A Grossman-Stiglitz paradoxon feloldása tehát úgy lehetséges, ha az információk csak „bizonyos mértékig” vannak jelen az árban. [Mikolasek-Sulyok-Pap, 1996]

3.7.1. Ügynök elmélet a vállalatfinanszírozásban (Agency theory)

A finanszírozási piacok általában nem működnek tökéletesen hatékonyan és nem működnek költségmentesen sem. Az ügynöki költségeken alapuló elmélettel először Jensen és Meckling foglalkozik [Jensen-Meckling, 1976]. Az általuk kifejlesztett, *ügynöki költségeken alapuló*

tőkestruktúra elmélet a szerződés teljességének hiányán és az információs aszimmetrián alapszik.

A megbízó-ügynök (principal-agent) viszony akkor alakul ki emberek vagy csoportok között, amikor a megbízó(k) saját tulajdonjoguk, vagy egyéb érdekeik képviselésének jogát delegálják egy ügynökre, vagy ügynökként viselkedő embercsoportra [Williamson, 1988].

A megbízó akkor delegálja ezen jogainak képviselését egy ügynökre, ha idő, erőforrás, képesség vagy ismeret hiánya miatt úgy ítéli meg, hogy nem képes vagy nem kívánja önállóan gyakorolni érdekeinek képviselését.

Az elmélet abból indul ki, hogy a megbízó-ügynök viszonyban a felek egyéni haszonmaximalizálóak, racionálisan és opportunistá módon viselkednek, azaz a saját haszon maximalizálását nem akadályozza a másik fél érdekeinek sérelme.

Az ügynökelméletek olyan vállalatok esetében magyarázza a tőkeszerkezetet, ahol *a tulajdonlás és a vezetés* szétválik. Az ügynök elméletek információs problémája azon alapszik, hogy a gazdasági szereplők közül senki sem rendelkezik többletinformációval, de pozitív a valószínűsége annak, hogy a jövőben egyikük plusz információhoz fog jutni. Őt nevezi az elmélet ügynöknek, míg a másik gazdasági alany, aki szerződés keretében azt szeretné biztosítani, hogy az ügynök az ő érdekében járjon el, kapja a megbízó titulust. Ha az ügynök tevékenysége és a tevékenység eredménye között determinisztikus a kapcsolat, akkor nincs probléma. A probléma akkor merül fel, amikor a kapcsolat sztochasztikus. Ha ugyanis az ügynök díjazása teljesen az output függvénye, akkor az ügynök a sztochasztikus komponensből származó kockázatot is vállalja. Ha azonban az ügynök díjazása független az outputtól, akkor semmi nem ösztönzi arra, hogy a megbízó érdekében járjon el. Tipikus példája ennek a problémakörnek a vezetők szükségtelenül magas személyi fogyasztása a vállalat terhére (luxus járművek és irodák, luxuskörülményeket idéző munkamegbeszélések, továbbképzések stb.).

További kockázat a megbízó számára, hogy az ügynök – mivel más érdekeit szolgálja – hajlamos túlzott kockázat vállalásra, mivel az esetlegesen bekövetkező magas hozamból részesedik, míg a veszteség esetén csak a megbízó érdekei és vagyona sérül (moral hazard). A probléma gyökere tehát az, hogy a megbízó és az ügynök érdekei eltérnek, amin megfelelő szerződés kötésével

igyekeznek segíteni. A vállalatvezető általában az irányítása alatt álló szervezet értékének növelésében érdekelt, míg a részvényesek a részvényárak emelkedésében érdekeltek.

a) A részvényesek és a vállalatvezetők közti ellentét

Ebben az esetben a részvényesek a megbízók és a vállalat vezetése az ügynök. A részvényesek célja rábírní a vállalat vezetését, hogy a vállalat értékét maximalizáló döntést hozzon. A gond az, hogy a megbízók nem rendelkeznek pontos információkról a vállalat befektetési lehetőségeiről, illetve a vállalat értéke nem csak a vállalati vezetők erőfeszítésétől függ. Az elmélet szerint, ha a vállalatvezetés lemond néhány cselekedetéről, akkor ennek költségét teljes mértékben ő viseli, holott a haszonból csak tulajdona arányában részesedik [Mikolasek-Sulyok-Pap, 1996]. Általában a vállalatvezetők arra törekcszenek, hogy akkor is beruházzanak, ha ennek tőkeigénye osztalékként történő szétosztása kedvezőbb lenne a részvényeseknek. Sőt a vállalatvezetők akkor sem hajlandók felszámolni a vállalatot, amikor annak nettó eszközértéke már nagyobb, mint a vállalat piaci értéke.

Az elmélet képviselői szerint ilyen körülmények között a tőkeáttétel növelése a jó megoldás, ugyanis ez csökkenti a beruházásokra eltékozolható szabad cash-flowt, könnyebben kikényszeríthetővé teszi a felszámolást. [Jensen-Meckling, 1976].

A vállalati működés során jelentkező érdekellentétek, ami a menedzsment személyes céljai és a tulajdonosi vagyonmaximalizálása között van a következő főbb területeket érintheti:

- eszközök menedzselése/beruházási döntések
- finanszírozási kérdések
- osztalékfizetés.

A beruházási döntések esetén az érdekkülönbség alapvető megjelenési formája a kockázati szintek eltérése. A tulajdonos a kockázatosabb projekt megvalósításában érdekelt, ugyanakkor a menedzser a kevésbé kockázatos projekteket kedveli, mivel így kisebb a csőd valószínűsége [például Brelay-Myers, 2003].

A finanszírozási döntések esetében a tulajdonos az adópajzs kihasználásában érdekelt (magasabb hitelállomány), a menedzser a likviditás fenntartásában, az alacsonyabb hitelállományban érdekelt, célja a csőd elkerülése.

Az osztalékfizetéshez kapcsolódó érdekellentét abból fakad a tulajdonos és a vállalatvezető között, hogy míg a részvényes érdeke a részvény értékének növelése az kifizetett osztalék (és az árfolyamnyereség) növekedésén keresztül, addig a vállalat vezetője arra törekszik, hogy minél nagyobb legyen a vállalatba visszaforgatott nyereség, amely a beruházások forrásául szolgálhat. Elvi szinten ezzel megteremtődik az érdekellentét a tulajdonos és a vállalatvezető között. A részvényesek számára több lehetőség is adódik, hogy a vállalat vezetését a részvényesi érdek figyelembe vételére ösztönözze, a menedzsment célja pedig, hogy egyensúlyt tartson fenn a részvényesi érdek és a vállalat hosszú távú érdeke között.

A beruházási és a finanszírozási döntések érdekkülönbségeinek megnyilvánulását célozza a következő empirikus kutatások ismertetése, amelyek alapvetően az amerikai tőkepiacra vonatkozóan fogalmazzak meg összefüggéseket. Célja, hogy árnyaltabbá tegye az érdekek megjelenését e szereplők között.

„Tulajdonos-menedzsment érdekkülönbségek a beruházási döntések területén:

1. A menedzsment rendszerint jó likviditási pozíció mellett vállal fel beruházásokat. Ha a vállalat likviditása kevésbé jó, akkor pozitív nettó jelenértékű projektek sem valósulnak meg. Pozitív összefüggést mutattak viszont ki a beruházások nagysága és a belső tulajdon nagysága között, vagyis a belső tulajdonos hatékonyabban tudja érdekét érvényesíteni a beruházások során.
2. A menedzsment érdek egy speciális megnyilvánulása, a vállalatbirodalom építése, a vállalat nagyságának növelése beruházásokkal. A beruházások, felvásárlások a menedzsmentnek nagyobb befolyást biztosíthatnak és a méretgazdaságosság révén magasabb megtérülést. A menedzsment ilyen törekvése esetén a gyengébb projekteket is megvalósítja (overinvestment).
3. Ha a vállalat relatíve sok hitellel rendelkezik ez a menedzsmentet új beruházási lehetőségek keresésére ösztönzi, hogy jövedelemtermelő képességét növelje (a nagyobb jövedelem és eszközfedezet biztonságosabbá teszi a hitelek fizetését, a hitelbesorolást javítja). Az új beruházások keresése során a menedzsment kockázatviselő hajlandósága is emelkedik, ezzel áttételesen a tulajdonos-menedzsment érdekkülönbség csökken.

4. Amikor a vállalat jó belső likviditással rendelkezik, és ez meghaladja a jó befektetési lehetőségek értékét, a menedzsment a források kifizetésére fordítja a cash-flowt (hitel visszafizetés, részvény visszavásárlása, osztalék kifizetés), amely az érdekkülönbségek csökkenését jelenti [Ross et al, 1996; Harris et al., 1991; McConnel et al,1995].

Tulajdonos-menedzsment érdekkülönbségek a forrásbevonási döntések során:

1. A tulajdonosok gyakran úgy vélekednek, hogy a vállalat hitel típusú forrásainak aránya alacsony, a vállalatok nem használják ki a hitelek adócsökkentő hatását. A hitelek növekedése – kedvező vállalati cash pozíció esetén –, a vállalat részvényeseinek pénzáramát gyarapíthatná. Az USA-ban a legtöbb vállalat alacsony hitel aránnyal rendelkezik és egyúttal jelentős az adófizetési kötelezettsége, amely alátámasztja azt, hogy a menedzsment óvatosan bánik a hitelfelvétellel, nem használja ki teljes egészében a hitelfelvétel adócsökkentő hatását, elkerüli a vállalati likviditás veszélyeztetését.
2. A külső tulajdonosok valós belső teljesítmény információk hiányában jeleket értelmeznek, amelyekből a vállalati teljesítmény valós alakulására következtetnek. A hitelfelvétel az egyik ilyen jel, ha a vállalati vezetők növelik a hitel típusú források arányát a külső befektetők ezt úgy értelmezik, hogy a vállalat likviditása jó, teljesítménye várhatóan a jövőben is jó lesz, mivel a belső információval rendelkező menedzsment vállalja a magasabb adósságállományt.
3. A menedzsment a forrásbevonás során a gyakorlatban sokkal inkább soktényezős preferencia rendszer alakít ki, amelyben fontos szerepe van a vállalat specifikus jellemzőknek így a vállalati eszközjellemzők (jelentős tárgyi eszköz állomány mellett magas a hitel arány, jelentős szellemi tulajdon esetén viszont alacsony hitelarány jellemző), a működési eredmény várható bizonytalansága és ingadozása, növekedési lehetőségek, a pénzügyi függetlenség, flexibilitás fenntartása határozza meg a hitelfelvétel nagyságát [Ross et al., 1996; Lang et al, 1996; McConnel et al., 1995]” [Szórádiné Szabó Márta, 2005].

Melyek a tulajdonosi befolyásolás legfontosabb eszközei? A menedzsment „pazarló” magatartása annál kevésbé érvényesül, minél több a menedzser részvényeinek száma a vállalatban. Ilyen helyzetben a menedzser azokat a befektetéseket preferálja, melyek kevés

kockázattal járnak. A befektetők monitoring és ellenőrző intézkedéseket vezethetnek be, hogy csökkentsék az ügynöki költségeket. A monitoring elsősorban a menedzsment és a vállalati teljesítmény követésére, szabályozására vonatkozik. Ide sorolhatók azok az ellenőrzési mechanizmusok, törvények normák, erkölcsi szabályok, amelyek a menedzsment a tulajdonos érdekében való cselekvésre szorítja. A monitoring általános szabályozási keretet jelent, részét képezi annak a szerződéses feltételnek, amellyel a tulajdonos körülhatárolja a vezető cselekvési terét. Fontos elem a hitelfelvétel, mivel ez pénzkifizetésre készíti a vállalatot, tehát kevesebb a szabad pénzeszköz, amellyel az ügynök rendelkezhet.¹²

b) A kötvényesek és részvényesek közötti ellentét

A kötvényesek és a részvényesek közötti ellentét abban gyökerezik, hogy fennáll egy ún. *eszköz helyettesítés* (asset substitution). A kötvény és a részvény is rendelkezik opciós jellemzőkkel, a részvény nem más, mint egy opció. A részvényeseknek azonban lehetősége van arra is, hogy az opció alapjául szolgáló eszköz egyes paramétereinek értékére hatást gyakoroljon. Ha például az alapul szolgáló eszköz volatilitása növekszik, akkor az arra vonatkozó opció értéke nő. Így a részvényeseknek és az érdekükben tevékenykedő vállalatvezetőknek nem az a célja, hogy a vállalat teljes értékét maximalizálja, hanem csak a saját tőke értékét. Emiatt elképzelhető, hogy a részvényeseknek akkor is érdekében áll egy beruházás megvalósítása, ha annak nettó jelenértéke negatív és magas a kockázata (saját hasznuk érdekében és a részvényesek kárára). A kötvényesek persze megpróbálnak hatékonyan fellépni ez ellen, de ezt a célt csupán két eszköz segíti. Ezek:

1. Csökkentik alulinformáltságukat azáltal, hogy szélesebb körű információ szolgáltatását írják elő a vállalatnak. Ez azonban pótlólagos költségvonzzal jár, ami a felvett hitelt drágítja.
2. Beavatkoznak a beruházási döntésekbe, annak ellenére, hogy a vállalatvezetőknek mindig előnye van a befektetőkkel szemben, hiszen jobban informáltak és komparatív előnyük vállalatvezetésben nekik van.

¹² A hitelfelvétel nem mindig ugyanazt a kontrollhatást váltja ki. Egy dinamikusan növekvő vállalat esetében, melynek magas profitabilitású projektjei vannak és kevés szabad pénzeszköz áll rendelkezésére ez a módszer kevésbé hatásos. Annál inkább érvényesül egy olyan vállalat esetében, ahol a növekedés lassulóban van (vagy stagnál) és sok szabad pénzeszközzel rendelkezik. [Jensen, 1988]

Az elmélet hívei mindezek alapján arra a következtetésre jutottak, hogy az eszközhelyettesítési probléma bizonyos befektetők esetén csökkentheti a tőkeáttételt, de tekintettel kell lenni a tőkeszerkezet alakításánál két fontos hatásra.

1. Vezetői reputáció: A vállalat vezetői nem feltétlenül csak a magas hozamban, hanem a vállalat sikerében érdekeltek, amely az eszközhelyettesítés hatását ellensúlyozhatja. Egyes vélemények szerint az alacsony reputációjú vezetők által irányított vállalatok gyakrabban célpontjai felvásárlásoknak, s emiatt a felvásárlás ellen védekező cégeknél alacsonyabb a hitel aránya.
2. Vállalati reputáció: Ha a vállalat hiteltörténete alapján megbízható adósnak minősül, akkor alacsonyabb kamat mellett juthat hitelhez. Eszerint egy jó hiteltörténetű vállalatnak megéri fenntartani a jó hitel történetét, és ez csökkentheti az eszközhelyettesítési hatást [Mikolasek-Sulyok-Pap, 1996].

A részvényes-kötvényes érdekkülönbségek megjelenésének alapvető területei:

1. Beruházási döntések: A tulajdonosok gyenge likviditási helyzetben, csőd közeli körülmények között is gyakran új beruházások indításában látják a problémák megoldását. A hitelezők, akik viszont igyekeznek elkerülni a kockázatot, nem helyeslik új beruházások kezdését ebben a helyzetben.
2. Finanszírozási döntések: A hitelezők érdeke a jó fizetőképesség, a magas likviditás fenntartása, valamint az eredmény visszaforgatása a vállalatba.
3. Osztalékpolitika: az osztalékok nagysága tekintetében a hitelező és a részvényes érdeke rövidtávon ellentétes, mivel a részvényes magas osztalék formájában szeretne jövedelmet kivenni a vállalatból, a hitelező viszont az adózott eredményt a vállalatba szeretné visszaforgatni. A hosszú távra befektető tulajdonos viszont, lemond a jelenlegi jövedelméről annak érdekében, hogy a visszaforgatott eredményből megvalósuló, pozitív nettó jelenértékű beruházások növeljék a vállalat értékét és a részvény árfolyamát.

„A tulajdonos-hitelező érdekellentét megjelenésének néhány további esete az empirikus kutatások alapján:

1. Csőd közeli helyzetbe sodródott vállalatok tulajdonosai gyakran új beruházásokat erőltetnek a jövedelmezőség javítása érdekében, ezzel viszont a kockázat nagyobb mértékben hárul a hitelezőkre.
2. Ha a hitelező úgy ítéli meg, hogy a vállalati teljesítmény, a beruházás eredménye rosszabb, mint az a hitel folyósításakor látható volt, ez esetben az alacsonyabb eredmény csökkenti a vállalat értékét (jövőbeli pénzáramokat, a beruházás nyomán létrejött eszközfedezet értékét). A hitelezők számára a kamat és tőketörlesztés fizetésének kockázata ezzel emelkedik, a beruházási eszköz, mint fedezet értéke pedig kisebb lesz. A hitelező kénytelen az adósminősítésen változtatni, az emelkedő kamatok, vagy pótlólagos fedezet végső soron a tulajdonos pénzáramát csökkenti.
3. A vállalat új hitelt vesz fel, amelynek fedezete a meglevő eszközök. A jó fedezet miatt alacsonyabb a hitelfelvétel költsége. A hitelfelvétel a régi eszköz tulajdonosaitól von el értéket. (Ha nem eredményes az új beruházás a régi eszközök fedezik a hitelezők tőke- és kamatköveteléseit.)
4. Az osztalékfizetés, részvény visszavásárlás is területe a tulajdonos és a hitelező közötti érték elszívásnak. Ha jelentősen megemelkedik az osztalék kifizetés, vagy a jó likviditási helyzet miatt részvény visszavásárlás mellett döntenek, ez csökkenti a vállalat cash pozícióját, a rosszabb likviditás új adósminősítést von maga után [Harris et al., 1991; Lang et al., 1996; Ross et al., 1996]” [Szórádiné Szabó Márta, 2005].

Melyek a hitelezői befolyás eszközei? A tulajdonos-hitelező viszonyban is megvannak a megfelelő eszközök, amellyel a hitelezői követelések biztonságban tudhatók. Ennek legfontosabb eszköze a körütekintő hitelszerződés megléte és a szerződés betartatása.

Másik fontos eszköz az adósminősítés intézménye, mellyel már eleve kiszűrhető a potenciálisan fizetőképtelen adós. A hitelmonitoring intézménye lehetővé teszi a vállalat rendszeres ellenőrzését, új körülmények bekövetkezése esetén a szerződés módosítását. Ezek az eszközök azonban csak banki finanszírozás esetén állnak a befektető rendelkezésére, kötvény esetén a lehetőségek korlátozottak.

3.7.2. Aszimmetrikus információ alapuló elméletek

Ezen elméleteknek az alapgondolata az, hogy a gazdaság egyik szereplője többletinformáció birtokában van a többi szereplőhöz képest. A többiek azonban megfigyelik cselekedeteiket, és abból következtetnek az információra. Emiatt szokás ezeket a modelleket jelzésérték (signalling) modelleknek is nevezni.

A tőkeszerkezet problémakörénél a vállalat vezetője az aki többletinformációkkal rendelkezik, ő tudja legpontosabban megítélni az általa irányított vállalat minőségét, míg a befektetők nincsenek belső információk birtokában. Ők figyelik a vállalatvezetők „jelzéseit”. A jó vállalat természetesen igyekszik magát megkülönböztetni a rosszabbaktól, a kérdés az, hogy tudnak-e hihető jeleket (signal) küldeni a befektetők felé. A bemutatandó modellek azt vizsgálják, hogyan tudnak ilyen jeleket küldeni a tőkeszerkezet megválasztásán keresztül.

Az itt bemutatásra kerülő két klasszikus modellnek számos változata létezik.

3.7.2.1. Hierarchia elmélet (Pecking order theory)

A hierarchia elmélet lényegének egyik magyarázata az információs aszimmetrián alapszik. Az aszimmetrikus informáltság onnan ered, hogy a vállalat vezetői pontosan tudják, hogy valójában mennyi a vállalat értéke és a megvalósítható beruházások nettó jelenértéke, míg a befektetők nem tudják pontosan, kevesebb információ van a birtokukban, mint a vállalat vezetőinek. Amikor egy projekt finanszírozásáról kell dönteni, a vállalati vezetők két dolgot tartanak szem előtt: a beruházásból származó nettó jelenértéket és a finanszírozás költségeit. Akkor érdemes új részvény kibocsátásával finanszírozni egy beruházást, ha a vállalat részvényei túlértékeltek (vagyis többet érnek, mint ha a piac tudomást szerezne a belső információkról). Túlértékeltség akkor fordul elő, amikor a vezetés birtokában levő többletinformáció kedvezőtlen, s így a piac túlértékeli a részvényt. Ha viszont a vezetők – kedvező információikra alapozva – tudják, hogy a vállalatuk 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.

Mindebből az következik, hogy a menedzsment olyan forrást keres, amelynek értéke a legkevésbé függ az információs különbség mértékétől, illetve amelynek értéke a lehető

legkevesebbet változik a jövőben, amikor nyilvánosságra kerül a belső információ. Ilyen forrás elsődlegesen a belső forrás lehet (kockázatmentes adósság esetén sem merül fel alulértékeltség vagy túlértékeltség lehetősége, de a vállalati adósság nem tekinthető kockázatmentesnek), ezt követi a vállalati adósság, végül a vállalatértékkel közvetlenül összefüggésben levő részvény.

A hierarchia elmélet gondolatköre először Donaldson [1961] írásában fogalmazódott meg, aki nagyvállalati minta vizsgálata alapján állapította meg, hogy a menedzsment először belső forrásokat használ beruházásai finanszírozására, s csak utolsóként fordul a részvénykibocsátás felé. Ezzel kapcsolatos fontos cikkek Myers [1984], és Myers-Majluf [1984], Harris-Raviv [1991] írása.

Myers-Majluf [1984] tanulmánya szerint, mivel a menedzserek többletinformációval rendelkeznek a piaci szereplőkhöz képest, ha részvénykibocsátással finanszírozzák a vállalati befektetéseket, akkor ebből a piaci szereplők arra következtetnek, hogy a menedzserek túlértékeltnek tekintik a részvényt és ennek hatására a részvényár esni fog. Ez természetesen nem a részvényesek érdekét szolgálja. Ezért a vállalat vezetői igyekeznek elkerülni a részvénykibocsátást, és a finanszírozásnak más módját választják. Ezzel igyekeznek elkerülni a részvényárfolyam negatív irányú befolyását.

Myers [1984] a következőképpen foglalta össze az elmélet lényegét:

- A vállalatok előnyben részesítik a belső finanszírozást.
- A megcélzott osztalékfizetési hányadot a befektetési lehetőségekhez igazítják, miközben ügyelnek arra, hogy az osztalék nagysága ne legyen ingadozó.
- A merev osztalékpolitika, a nyereség, és a befektetési lehetőségek előre-jelezhetetlen ingadozásai azt eredményezik, hogy a pénzáramlás időnként több, máskor kevesebb, mint a tőkekiadások. Ha több, a vállalat visszafizeti az adósságát, vagy piacképes értékpapírba fektet, ha kevesebb, a vállalat felhasználja pénzfeleslegét vagy értékesíti értékpapírjait.
- 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 kötvény. Amint növekszik az eszköz kockázatossága, úgy nő a pénzügyi nehézség valószínűsége is. Ha már nincs lehetőség hitelfelvételre és a pénzügyi nehézségek

potenciális költségei is számottevőek, akkor részvénykibocsátással pótolhatja finanszírozási szükségletét.

A hierarchia elmélet esetében nincs optimális idegen tőke/saját tőke arány. A saját tőkének két fajtája van, a külső és a belső. A külső saját tőkebevonás (részvénykibocsátás) a hierarchia legvégén áll, a belső saját forrásbevonás (visszatartott profit) a hierarchia csúcsán szerepel. Az idegen tőke nagysága az egyes vállalatok esetében a külső forrásokra vonatkozó kumulált szükségletet tükrözi.

Van azonban egy tőrészküszöbe az adósság nagyságának, amit ha meghalad a vállalat részvény kibocsátással növeli forrásait.

A finanszírozási hierarchia elméletnek azonban lehetséges egy *másik kiindulópontja* is, nevezetesen, hogy a vállalatok a forrásszerzés tranzakciós, járulékos költségeit akarják minimalizálni a tőkeszerkezetük megválasztásakor. Hierarchia elméletnek ez a megközelítése a szakirodalomban elsikkad, én azonban fontosnak tartom ezt a megközelítést is kifejtteni, mivel úgy gondolom, hogy a gyakorlatban a járulékos költségek minimalizálása nagyon fontos tényezőként lép fel. E megközelítés szerint a vállalatok forrásigényeik biztosítására először azokat a forrásokat veszik igénybe, ahol a tranzakciós költségek a legkisebbek, és csak akkor fordulnak új források felé, ha a korábban igénybe vett források valamilyen ok miatt kimerültek. A források között tehát szigorú hierarchia van. („Pecking order: a baromfiaknál egymást csipkedve kialakított erőszak-hierarchia; pecking: csipkedés, akadékoskodás”) [Brelay-Myers, 1992] Az elmélet által tárgyalt főbb források és azok sorrendje a következő:

Tehát a vállalat rangsorolja a forrásait a beszerzés tranzakciós költségei szerint és csak akkor nyúl a rangsorban következő forráshoz, ha a rangsorban felette álló finanszírozási forrásait már kielégítette [Brealy – Myers (1992)]. A források rangsora a következő:

1. Belső forrás
 - 1.1. Mérleg szerinti eredmény
 - 1.2. Amortizáció
 - 1.3. Forgótőke csökkenés
 - 1.4. Befektetett eszközzeladás

2. Külső forrás

2.1. Ideiglenes forrás

Kereskedelem-finanszírozó források

2.1.1.1. Szállítói hitel, váltókibocsátás

2.1.1.2. Adó- és munkabértartozások

2.1.1. Közvetett idegen források

2.1.1.1. Bankhitel, váltóleszámtolás

2.1.1.2. Faktoring

2.1.1.3. Lízing

2.1.2. Közvetlen idegen források

2.1.2.1. Kötvénykibocsátás

2.2. Végleges forrásszerzés

2.2.1. Részvénykibocsátás

A pénzügyi vezető először a belső és a külső források közül választ.

Belső források azok a pénzbevételek, melyek a vállalkozás működéséből származnak. A külső forrásokat valamilyen külső személy bocsátja a vállalat rendelkezésére.

A belső források a vállalat által realizált, beszedett árbevételből és egyéb bevételből származnak. Ha az árbevételből levonjuk az adott időszakban kifizetett ráfordításokat és az osztalékot, kapjuk a belső források adott időszakban keletkező részét. Másik megközelítés szerint a belső forrás a vállalat mérleg szerinti eredményének, az amortizációnak és az esetleges eszközadásból származó bevételnek az összege. Itt eszközadáson nem elsősorban az ingatlanok, gépek, berendezések értékesítéséből befolyó összeget kell érteni, hanem a követelések, készletek, pénzeszközök csökkenéséből származó forrásokat is.

1. A belső források fő előnye, hogy tranzakciós költségük zérus.
2. Szerződésben rögzített hozamelvárás sem kötődik hozzájuk - ellentétben mondjuk a hitellel -, így, ha a cégnek rosszul megy, akkor sem nehezedik a fizetési helyzete.
3. A belső forrásokat nem terheli visszafizetési kötelezettség.

Az azonban nem igaz, hogy olcsó források lennének. A belső forrás a vállalat tulajdonosainak pénze, ami után a tulajdonosok a saját tőkéjük után járó hozamot követelik meg. Erről néhány vállalati vezető hajlamos elfeledkezni és mivel nincs jó beruházási ötletük, a vállalat működése

szempontjából feleslegesen nagy pénzeszközállományt és értékpapír állományt halmoznak fel. Ezek azonban nem hoznak akkora hozamot, mint a tulajdonosok hozamelvárása, így az összes eszköz hozama csökken. Az eszközarányos eredmény romlása után a részvényárfolyamokban is megmutatkozik. Ezek a vállalatok válhatnak elsődleges felvásárlási célpontokká.¹³ Ebből következik egy jó tanács a vállalatvezetők számára:

Ha túl sok forrása van a vállalatnak, és nem tudja befektetni a WACC-tól nagyobb hozamráttával, akkor a vállalat fizesse vissza a hiteleit, vagy fizesse ki osztalékként a tulajdonosoknak. Pénzt csak akkor szabad tartalékolni, ha sikerült meggyőzni a befektetőket arról, hogy későbbi, jól jövedelmező befektetésekre kell. A meggyőző munka sikerét a részvényárfolyamokon lehet lemérni.

Hiába kommunikálja a vállalat, hogy a nagyarányú pénztartalék a jövőbeli akvizíciókra kell, ha erre a részvényárfolyam nem emelkedik, a cégvezetés egy ellenséges felvásárló fellépését kockáztatja.

A belső források másik nagy problémája, hogy egy gyorsan növekvő vállalkozás számára általában kevés van belőle.

A hierarchia elmélet szerint a vállalkozások akkor fordulnak a külső források felé, ha a belső forrás már nem képes kielégíteni a finanszírozási igényeiket.

A külső források két csoportra oszthatók.

Az ideiglenes (idegen) forrásokat valamikor a jövőben vissza kell fizetni. Legtipikusabb képviselőjük a bankhitel. A végleges forrásokat nem terheli visszafizetési kötelezettség, ezek a vállalkozás megszűnéséig a rendelkezésére állnak. Tipikus példája a vállalat részvényeinek eladása.

Kicsit talán meglepő lehet, de a hierarchia elmélet szerint, amíg a vállalat eladósodottsága nem túlzott mértékű, a vállalkozások az ideiglenes források megszerzését preferálják a véglegessel szemben. Itt végleges forrásokon csak a részvénykibocsátásból, vagy saját tőke emeléséből eredő pénzbevétel értendő.¹⁴

¹³ A fenti jelenségre a magyar gazdaságban is találunk példákat, leverage by out módon megvalósítva.

¹⁴ Természetesen végleges tőkejuttatás a vissza nem térítendő állami támogatás is. Ez minden esetben preferált forrás. A hierarchia elmélet azonban tiszta piaci viszonyokat tételez fel, ahol ilyen forrás nem létezik.

A hierarchia elmélet érvei az ideiglenes források mellett a következők:

1. Hígulási hatás – Ez a tulajdonosok szempontja. Ha új saját tőkét vonunk be, akkor (hacsak nem járulunk hozzá mi is a tőkeemeléshez) a meglevő tulajdonosok részesedése csökkenni fog. A tulajdoni részesedésükkel együtt a cégvezetésre való befolyásuk is csökken. Tulajdoni részesedésükkel együtt az osztalékjövdelemből való részesedésük aránya is csökken.
2. A tulajdonosok hozamelvárása mindig nagyobb, mint a hitelezőké, az általuk vállalt nagyobb kockázat miatt. Ebből következően ugyanakkora éves hozam ígéretével sokkal nagyobb összegű hitelt lehet szerezni, mint saját tőkét. A saját tőke három okból nagyobb kockázatú, mint a hitel:
 - a. A hitel hozamát (a kamatot) szerződés garántálja. A saját tőke hozama a vállalat jövőbeli gazdasági teljesítményétől függ.
 - b. A hitel tőkerészét valamikor a jövőben vissza fogják fizetni. A vállalkozásba betett tőkét csak a vállalkozás megszűnése után lehet kivenni. A tulajdonrész természetesen korábban is értékesíteni lehet egy másik befektetőnek, de nagy kérdés, hogy milyen áron.
 - c. Felszámolási eljárás során a hitelezők elsőbbséget élveznek a tulajdonosokkal szemben. Miután a hitelezőket maradéktalanul kielégítették a vállalat vagyonából, akkor kapnak valamit (legtöbbször semmit) a tulajdonosok.
3. Az új tulajdonosok meggyőzésére az általuk vállalt nagyobb kockázat miatt sokkal több pénzt és energiát kell fordítani és a saját tőke megszerzésének folyamata is hosszabb, mint a hitelszerzése. Következésképpen a végleges forrásoknak sokkal nagyobbak a tranzakciós költségei, mint az ideiglenes forrásoknak.

A hierarchia elmélet szerint, amíg a vállalatvezetők nem ítélik nagynak a vállalat eladósodottságát, növekedési terveiket inkább ideiglenes forrásból fedezik. Csak akkor vonnak be új saját tőkét, ha a tőkeáttétel már túlságosan nagyra nőne a vállalat célrátájához képest.

A hierarchia elmélet szerint az információs aszimmetria illetve - egy másik megközelítés szerint - a tranzakciós költségek nagysága határozza meg a források felhasználási sorrendjét. Ezen

tranzakciós költségek azonban sok esetben nem tűnnek olyan nagyoknak, hogy meghaladják a tőkeszerkezet értéknövelő hatását [Ábel- Öcsi, 1999].

Ez az elmélet azért vált népszerűvé, mivel meg tudta magyarázni

- miért van negatív kapcsolat a profitabilitási ráták és az áttétel között
- miért reagál negatívan a piac egy újabb részvénykibocsátás hírére
- a menedzserek miért csak abban az esetben bocsátanak ki részvénytőkét, amikor már nincs más lehetőség, vagy úgy gondolják, hogy a vállalat részvényei felülértékeltek
- a jövedelmező vállalatok miért nem vesznek fel nagyobb volumenű hitelt és csökkentik forgóeszköz tartalékaikat a trade-off elméletnek megfelelően.

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 [Myers, 2001].

Széles körben tesztelték ezt a népszerű elméletet. Ezen tesztek közül egyet emelek ki, amely amerikai vállalati minta alapján készült [Murray and Vidhan, 2003]. Ők az adatbázis vizsgálata alapján arra a következtetésre jutottak, hogy a hierarchia elmélettel ellentétben, forrás szükséglet esetén a vállalatok sokkal inkább részvényt bocsátottak ki, mintsem adósságot. A nagyvállalatokra valóban jellemző a hierarchia elmélet néhány aspektusa, de összességében az új adósság kibocsátásában kisebb szerepe van a finanszírozási deficitnek, mint azt a hierarchia elmélet gondolja, bármilyen méretű vállalatnál.

Mayer és Sussman [2004] szerint ez az elmélet nem tőkestruktúra, hanem inkább hitel elméleti modell, amely megmagyarázza, miért helyezi előtérbe a vállalat a hitellel való finanszírozást a részvényfinanszírozás helyett.

A kapott kritika ellenére is elmondható, hogy a tőkestruktúra elméletek között ez a teória örvend a legszélesebb körű elfogadásnak, s ez fedi le a legnagyobb mértékben a lehetséges tőkeválasztási lehetőségeket.

3.7.2.2. A hitelarány, mint a vállalat jövőbeli lehetőségeinek jelzése

A hierarchia elmélet mellett ez az aszimmetrikus információon alapuló másik klasszikus modell, amely szintén azt vizsgálja, hogyan képes a vállalat piaci pozíciójának jelzésére, választott tőkestruktúráján keresztül.

Ross [1977] munkája úttörőnek tekinthető ezen a téren, amely két típusú vállalatot feltételez:

- „A” vállalat, magas tőkeáttétellel rendelkező, jó minőségű vállalat
- „B” vállalat, alacsony áttételű, kevésbé jó vállalat.

A vállalatok egyenként különböző, pozitív nettó jelenértékű projektek megvalósítását tervezik. Amennyiben tőkestruktúráját tekintve (felvett hitel függvényében) egy vállalat A típusúnak mutatkozik, csupán annyi hitelt bocsáthat ki, amely megegyezik az A vállalat által választható befektetés GPV értékével, egyébként csődbe menne. Ugyanez igaz a B típusú vállalatra is a kijelölt projekt függvényében. Ez biztosítja az egyensúlyi környezetet, feltételezve, hogy egyik típusú vállalat sem kíván helytelen jelzéseket adni. Ha az A típusú vállalat B típusúnak mutatná magát, akkor annyi hitelt vehetne fel, mint a B, viszont ez nem lenne elegendő az A vállalatnak megfelelő projekt finanszírozásához. Ha ugyanez fordítva lenne, és a B vállalat mutatná magát A-nak, több hitelt venne fel, és csődbe menne. Ross azt is feltételezte, hogy a menedzsereknek nincs részvénytulajdona a vállalatban. Ross három fontos következtetést von le:

- Ismétlődik a MM irrelevancia teória abban a tekintetben, hogy a tőke költsége független a finanszírozási döntéstől, annak ellenére, hogy a vállalatok különböző kölcsöntőke aránnyal rendelkeznek.
- A csőd valószínűsége a hitelfelvétellel egyenlő arányban növekszik.
- A vállalat értéke és a kölcsöntőke/részvénytőke arány között pozitív reláció van: a jó minőségű cégek több hitelt vesznek fel.

Heinkel [1982] azt az esetet vizsgálta, amikor a menedzser tulajdonosa is a vállalatnak. Egy olyan költségmentes egyensúlyi rendszert feltételez (a vállalatok közötti megkülönböztetés költségmentes számukra), melyben az információs aszimmetria a hozamok variabilitására érvényes. A tulajdonosok külső forrásból történő vállalati értékmaximalizáló törekvése határozza meg az optimális hitel arányt. Ilyen körülmények között a szerző bizonyítja, hogy minél jobb egy vállalat, annál több hitelt vesz fel, ám annál kockázatosabb. Ez a hitel a piacon

alulértékelt. Amennyiben egy rossz minőségű vállalat jónak szeretné feltüntetni magát, akkor több alulértékelt kötvényt kell kibocsátania és csökkentenie a túlértékelt részvényeinek a számát. Hasonlóan, egy jó vállalat csak úgy tűnhet rossznak, ha kevesebb túlárzott kötvényt és több alulárzott részvényt bocsát ki. Tehát a belső tulajdonosoknak nem érdeke, hogy helytelen jelzéseket bocsássanak ki. Mint látható, Heinkel eredménye megegyezik a Ross által mondottakkal, miszerint a jó cégek magasabb hitelaránnyal rendelkeznek.

A gyakorlatban azt is fontos figyelembe venni, hogy a hitel banki, vagy egyéb forrásból származik-e. Johnson [1997] ugyanis kimutatta, hogy mivel a bank a hitelezés folyamán mind a hitelnyújtás előtt, mind pedig azt követően információkat gyűjt a vállalatról, az információs aszimmetriából fakadó problémák csökkenthetők. A vállalat értéke is nagyobb, mint egyéb finanszírozási eszköz használatakor és az áttétel is magasabb ezeknél a vállalatoknál.

3.7.2.3. Csordaszellem – Statikus finanszírozási áttételkezelés

A vállalatok követik cégtársaikat finanszírozási politikájuk meghatározásakor. Például egy gyógyszergyár, cégtársához hasonlóan alacsony tőkeáttételi arányt választ tőkeszerkezetének alakításakor, hasonlóan a többi gyógyszergyárhoz. Ezt a feltevést a gyakorlati kutatások is igazolják. Egy adott iparágba tartozó vállalat tőkeáttétele nem „kalandozik el” jelentősen az ágazati átlagtól. Ha megnézzük, hogy mely tényezők határozzák meg egy adott vállalat adósságarányát, az látható, hogy az egyik legfontosabb meghatározó tényező az ágazat, amelyben a cég tevékenykedik. Ez a tény abból is logikusan következik, hogy az azonos ágazatba tartozó vállalatok hasonló jellemzőkkel bírnak, így nem meglepő, ha tőkeszerkezetük is hasonló. Például a mezőgazdasággal foglalkozó társaságoknak változékony a pénzárama és nehezen értékesíthető a legértékesebb eszköze, a föld, természetesen alacsony adósságállományt használnak a tőkeszerkezetükben.

Fontos azonban megjegyezni, hogy veszélyessé is válhat „utánozni” a cégtársak finanszírozási magatartását. Először is abban az esetben, ha egy szektoron belül nagy különbségek vannak a növekedési lehetőségekben és a kockázatban. Ekkor az ágazaton belül is nagy különbségek vannak az adósság/ saját tőke arányban.

Másodszor, abban az esetben, ha az adott iparág változóban van. Például, az eddig monopolhelyzetben levő telefontársaság versenytársakkal találja szembe magát. Ekkor a régóta stabil, nagy nyereséggel rendelkező cég hatalma megtörik, s nyeresége is lecsökkenhet, illetve ingadozóvá válhat. Az adósságpolitikát ebben az esetben gyökeresen meg kell változtatnia a cégnek, s alacsonyabb tőkeáttételt kell kialakítania.

Érdemes megjegyezni, hogy a tőzsde a csordaszellemet díjazza, vagyis a befektető szemszögéből nézve, jó, ha a befektetési célpont „átlagos” tőkeszerkezettel rendelkezik. „Befektetési és pénzügyi döntéseinktől való félelmünk, és ezen belül különösen a veszteség- és kockázatkerülés miatt sokkal értékesebbnek látjuk azokat a lehetőségeket, amelyeket mások is annak tartanak, és így alakul ki a csordaszellem (herd mentality), vagyis hogy a befektetők tömegesen egy irányba (egyfajta vélekedés talaján állva hoznak döntéseket” [Jaksity, 2004].

3.8. Legújabb elméletek

3.8.1. A tehetetlenség elméletén alapuló tőkestruktúra

Welch [2002] a viselkedésen alapuló pénzügyek (behavioral finance) szemüvegén keresztül vizsgálta a vállalati tőkeszerkezet politikát. Ez alapján arra jutott, hogy a tőkeszerkezetet a megfigyelt részvénytőkeáttétel határozza meg.

A piaci érték alapján határozza meg a kölcsöntőke/részvénytőke arányt. Így amennyiben a külső piaci erők hatására megváltozik a részvények piaci ára, akkor a kölcsöntőke/részvénytőke arány is módosul. Azok a cégek, amelyek jelentős részvénytőkeáttétel növekedést érnek el, nem változtatják meg a kölcsöntőke/részvénytőke arányukat, nem törekednek a régi struktúra visszaállítására. A végső következtetése az elméletnek, hogy a tőkestruktúrát elsődlegesen a külső, részvénytőkepiaci változások határozzák meg, nem pedig a belső, vállalati optimalizálási döntések.

3.8.2. Piaci időzítésen alapuló tőkestruktúra

Ez a nézet az információs aszimmetrián alapul.

A részvénytőkepiaci időzítés azt jelenti, hogy akkor bocsátanak ki részvényeket a vállalatok, amikor magas áron megtehetik, s akkor vásárolják vissza a papírokat, amikor alacsonyabb áron megtehetik. A vállalat célja, hogy kihasználja a piaci ingadozásból származó lehetőségeket. A gyakorlatban a piaci időzítés bevált eszköze a vállalati finanszírozási politikának. A cégek akkor

bocsátanak ki részvényt (s nem a hitelfelvétel mellett döntenek), amikor annak piaci értéke magas, és akkor vásárolják vissza, amikor ezt alacsony árfolyamon megtehetik.

Graham és Harvey [2001] tanulmánya szerint a menedzserek kétharmad részénél fontos döntési szempont volt az új részvénytőke kibocsátásánál a részvények alul- illetve fölülárazása.

Baker és Wurgler [2002] ez alapján kimondja, hogy a tőkestruktúra a vállalati tőkestruktúra a vállalati vezetők múltbeli részvénytőke időzítésének kumulatív eredményeként alakul. Ebből következik, hogy nem létezik optimális tőkestruktúra, mivel az a múltbeli finanszírozási döntések következménye. Empirikus vizsgálataik alapján elmondható, hogy általában azok a cégek rendelkeznek alacsony tőkeáttétellel, amelyek kedvező piaci helyzetben bocsátottak ki részvénytőkét.

3.9. Az elméletek összefoglalása

A tőkeszerkezettel kapcsolatos elméletek hosszú fejlődési utat tettek meg az elmúlt, közel 50 évben, Modigliani-Miller [1958] szerzőpáros híres írása óta. A kiindulópont óta sok elmélet gazdagította az ezzel kapcsolatos irodalmat. Az elméletek legfőbb erénye véleményem szerint az, hogy mindegyik kibővítette valamilyen tényezővel/tényezőkkel a vállalati tőkeszerkezet befolyásoló elemeit. Nincs azonban egyetlen olyan elmélet sem, amely minden vállalatra érvényes módon tudná meghatározni az optimális tőkeszerkezet kialakításának módját. Nem született olyan képlet, algoritmus, amely segítségével meghatározható a mindenki számára érvényes optimális tőkeszerkezet.

A tradicionalista nézőpont szerint a vállalati tőke költség és a vállalat értéke függ egymástól. A tőkeköltség minimalizálásával elérhető a maximális vállalati érték. A Modigliani- Miller szerzőpáros tökéletes tőkepiac feltételének alkalmazása mellett éppen a fordítottját bizonyította be ennek, vagyis a tőkeköltség és a tőkeszerkezet egymástól független. A tökéletes tőkepiac feltételeinek feloldásával ez az eredmény módosul. A tőkepiaci tökéletlenségek három csoportra oszthatók: adózás, ügynöki költségek és információk aszimmetria.

Az adózással kapcsolatban összességében kiemelendő, hogy egy vállalat úgy választja meg a tőkeáttételt, hogy az adósságból származó marginális adóelőny kiegyenlítse az adósság

használatához kapcsolható költségeket. Az adópajzs kihasználása miatt a vállalat növelheti adósságállományát, amíg fel nem merül a vállalati csőd lehetősége.

Ügynöki költségek számos esetben felmerülhetnek a részvényesekkel, a hitelezőkkel és a menedzserekkel kapcsolatban. A részvényes-menedzser közötti ügynöki költség csökkentésére hivatott az adósság kibocsátása és növelése a vállalat tőkeszerkezetében.

A részvényes-kötvényes közötti ügynöki költségek csökkentésében jelentős szerepet játszik a megfelelő szerződések megléte.

A piaci tökéletlenségek harmadik csoportja az információs aszimmetriához kapcsolhatók. Az információs aszimmetria szakirodalma azt hangsúlyozza, hogy jelentős különbség mutatkozik abban, hogy ki birtokolja az információt: a vállalat vagy a piac. Ezzel kapcsolatban a következő fő megállapításokat teszi az elmélet:

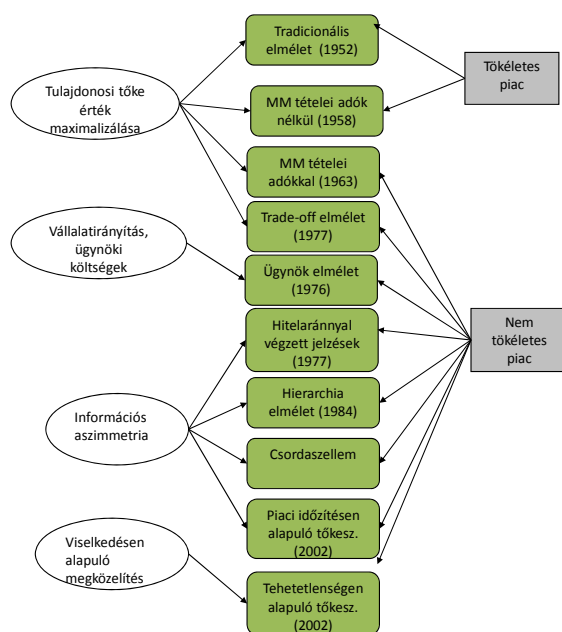
A hierarchia elmélet szerint a vállalatoknak nincs egy hosszútávra meghatározott cél tőkestruktúrájuk, hanem egy meghatározott sorrendben használják fel a lehetséges forrásaikat, ami függ a vállalat és a piac állapotától. Ez a teória azt magyarázza meg, hogyan választják meg a vállalatok járulékos finanszírozási forrásaikat, arra nem ad választ hogyan választja meg a vállalat hosszú távú tőkeáttételét (ha választ ilyet egyáltalán). Dolgozatomban hangsúlyoztam, hogy bár jelenleg a szakirodalomban ezt az elméletet egyértelműen az információs aszimmetriával magyarázzák, szerintem ezzel a sorrenddel a vállalatnak az a célja valósul meg, hogy a *tranzakciós költségeit minimalizálja*.

Az információs aszimmetriához kapcsolódó másik fontos nézet a hitelarányral végzett jelzések. Ha a vállalat növeli áttételét, ezzel egyben növeli a csőd kockázatának valószínűségét. Ha a vállalat vezetése vállalja a hitel arány növekedését, ez egy jelzést is jelent a piac számára, a vállalat jó minőségéről.

A legújabb elméletek azért fontosak és izgalmasak, mert azt a felismerést tükrözik, hogy a tőkeszerkezet a vállalatok életében származékos jellegű, vagyis a vállalat egyéb döntései hatnak rá. Mik ezek az egyéb döntések? A vállalatvezetők működésük során először meghozzák a termeléssel, piaccal, beruházással kapcsolatos döntéseiket, melyek hatnak a vállalat tőkeszerkezetére is. A vállalatvezető azt a kérdést teszi fel először, hogy milyen beruházást hajtson végre, s csak másodszor kérdezi, hogy milyen forrásból finanszírozza azt.

Az elméleti megközelítések mindegyike a tőkestruktúra döntéseknek egy-egy szeletét fedi le, s kiválóan alkalmas a releváns tényezők meghatározására. Ezen tényezők azonban, mint például a nyereség, a jövedelmezőség, a kockázat a vállalati tőkestruktúra döntéseknek csak egy-egy részét magyarázza meg. A döntésekben szerepet játszanak vállalaton kívüli, külső tényezők is, mint például a tőkepiac fejlettsége, az adótörvények, stb, amelyek több esetben történelmi meghatározottságúak.

Végül egy összefoglaló táblázatban szemléltetem az elméleteket.



11. ábra Tőkeszerkezettel kapcsolatos elméletek

4. A vállalati tőkestruktúra meghatározó tényezői

Az előző fejezetben bemutattam, hogy a vállalat vezetői nagyon sok szempont figyelembe vételével tudják kialakítani a megfelelő tőkestruktúrát. A különböző elméletek és modellek különböző tényezők hatását vizsgálják, amelyek befolyásolják a tőkeszerkezeti döntéseket.

Ebben a fejezetben felsorolom azokat a tényezőket, amelyek befolyással bírhatnak a tőkeszerkezetre az előző fejezetben tárgyalt elméletek alapján. Ezen tényezők egy része a vállalat által befolyásolható belső tényező. Ilyen például a jövedelmezőség, az eszközök összetétele, a vállalati méret stb.

Jelentős azonban azon tényezőknek a köre is – és hatása a tőkeszerkezetre –, amelyek a vállalaton kívüli tényezők, a vállalat „készen kapja”. Ide tartoznak az adó és csódtörvények, a tőkepiac jellemzői stb.

Ezen tényezők vizsgálatával és az egyes elméletek tesztelésével számtalan tanulmány foglalkozott már. A kutatások nagy része a fejlett országok vállalati tőkeszerkezetének vizsgálatával foglalkozott. Kevés figyelem jutott a fejlődő és átmeneti országoknak, ezen belül is a közép-kelet európai országoknak, benne Magyarországnak.

Kiemelkedő az empirikus kutatások közül **Rajan- Zingales [1995]** munkája, akik a G7¹⁵ országaira vonatkozóan végeztek tőkeszerkezet vizsgálatokat, **Booth et al. [2001]** munkája, akik 10 fejlődő országra¹⁶ vonatkozóan vizsgáltak makro- és mikrotényezőket, **Prasad et al. [2001]**, akik összefoglaló tanulmányt készítettek az eddig empirikus vizsgálatok eredményeiről, valamint **Kayhan-Titman [2004]** munkája, akik a Compustat adatbázisa alapján 1971-2002 között időszakra vonatkozóan végeztek vizsgálatot.

A magyar illetve az átmeneti országok vállalataira vonatkozóan –legjobb ismereteim szerint –az alábbi publikációk születtek:

¹⁵ A G7 országai: USA, Japán, Németország, Franciaország, Olaszország, Egyesült Királyság, Kanada

¹⁶ A tíz fejlődő ország: India, Brazília, Mexikó, Dél-Korea, Jordánia, Malayzia, Pakisztán, Thaiföld, Törökország, Zimbabwe

Csermely [1996] vizsgálata a magyar nagyvállalatok banki finanszírozására terjedt ki 1991-94 között 1219 elemű minta alapján.

Cornelli et al. [1996] a Közép-és Kelet-Európai országok tőkeszerkezetét vizsgálta (Magyarországot és Lengyelországot).

Csermely-Vincze [1999] tanulmányában a vállalati külföldi tulajdoni arány és az áttétel közötti kapcsolatot vizsgálja.

Colombo [2001] a magyar vállalatok tőkeszerkezetének meghatározó tényezőit elemezte 1992-96 között 1100 elemű minta alapján.

Balla [2002] 10 elemű, feldolgozóipari ágazatba tartozó, tőzsdei vállalatot vizsgált tőkeszerkezeti szempontból.

Balla-Mateus [2004] összehasonlító vizsgálatot végzett, magyar és portugál vállalatok tőkestruktúra döntéseit illetően, 55 magyar illetve 818 portugál vállalati minta alapján.

Sinkovics [2004] pénzügyi mutatószámokkal jellemezte a magyarországi vállalkozások tőkeszerkezetének alakulását 1995-2002 között, a mérleget készítő, társas vállalkozások körében, 192.027 - 309.017 elemű minta alapján (évről évre nőtt a társas vállalkozások száma).

Szórádiné [2004] a magyar feldolgozóipari vállalatok körében vizsgálta a forrásszerzés tényezőit, és a forrásszerkezet alakulását 1998-2002 között.

Krénus [2005] amerikai feldolgozóipari vállalati minta alapján végezte el statisztikai elemzését a tőkeszerkezet befolyásoló tényezőire vonatkozóan, 157 elemű minta alapján.

Baloghné Balla A. [2005] szintén feldolgozóipari vállalatok vizsgálatát végezte el nagy minta alapján, valamint tőzsdei cégek vizsgálatát 30 elemű minta alapján.

Némethné – Sinkovics [2007] a nem pénzügyi vállalkozások forrásszerkezetét és tőkestruktúráját vizsgálta APEH adatbázisa alapján az 1995-2003 közötti időszakra.

Cziráki [2007] összehasonlító vizsgálatot végzett magyar és osztrák tőzsdei nagyvállalatok valamint magyar nagyvállalatok tőkeszerkezetét befolyásoló tényezők tekintetében.

Az alábbi táblázatban összefoglaltam a tőkeszerkezet befolyásoló elemeit.

3. táblázat A tőkeszerkezet befolyásoló tényezői

Makrogazdasági tényezők	Vállalati tényezők
- A tőkepiac fejlettsége és a bankrendszer jellemzői - Az adótörvény - A csődtörvény	- Az eszközök összetétele - A vállalati méret - Jövedelmezőség - Növekedési lehetőség - A vállalat üzleti kockázata - A kamat adópajzsa - Tulajdonosi szerkezet - Iparág

Az egyes országokban a tényezők különböző hatást gyakorolnak a tőkeszerkezet politika alakulására.

Magyar feldolgozóipari vállalatok tőkeszerkezetének vizsgálata kapcsán Szórádiné [2004] az alábbi következtetésre jutott: „A vállalatok források közötti választási lehetősége szűk, nem jellemző, hogy a források tőke költségét mérlegelve, a legkisebb tőke költségű forrást vonnák be, nem a források közötti választás a jellemző és nem a belső tényezők egyike vagy másika a meghatározó. A külső tényezők hatása erőteljesebb, az általános makrogazdasági tényezők mellett elsősorban a bankszektor fejlettsége fontos. Az általános külső hatások közül a forint hitelek viszonylag magas kamatszintje hat legjobban és emészt fel a vállalati eredmény jelentős részét.”

4.1. Makrogazdasági tényezők

A makrogazdasági tényezők esetében arra törekszem, hogy jellemezzem ezek relevanciáját a vállalati tőkeáttétel tekintetében.

Jelen munkának a fő célja a magyar vállalatok tőkeszerkezetét befolyásoló mikro (vállalati) tényezők feltárása. Fontosnak tartom azonban a makrotényezőket is röviden jellemezni, hogy kiderüljön azok tőkeszerkezetbeli fontossága.

A pénzügyi közvetítő rendszer fejlődése

A makrogazdasági tényezőkről szóló alfejezet első részében azt mutatom be, hogy a pénzügyi közvetítő rendszer szerves fejlődésére volt szükség ahhoz, hogy felmerültek a tőkeszerkezet optimalizálásának kérdései, megkezdődhetett e kérdéskörnek a máig tartó kutatása.

A pénzügyi közvetítők a pénz-és tőkeáramlás legfontosabb közvetítői, a pénzügyi termékek és szolgáltatások forgalmazói. Ide tartoznak a hitelintézetek és a befektetési vállalkozások. A megtakarítók és hitelfelvevők között teremtik meg a kapcsolatot a közvetítő rendszer intézményei.

A pénzügyi közvetítő rendszer mai állapotának létrejöttéhez hosszú fejlődési folyamat révén jutott el. E fejlődést döntően a gazdaság fejlődése indukálta, azonban hatással volt/van rá a társadalom más része is. A pénzügyi rendszer működésében a pénzügyi piacok játsszák a főszerepet. A legfontosabb funkciója a rendszernek a megtakarítások allokációja.

A pénzügyi piacok fejlődésére több tényező hat.

1. A gazdaság reálszférájának fejlődése a finanszírozás egyre árnyaltabb, rugalmasabb eszközeit igényli.
2. A gazdaság fejlődése egyre nagyobb bizonytalansági és kockázati elemek megjelenésével jár együtt. A pénzügyi piacok működésének fontos célja a kockázatok minimalizálása.
3. A gazdasági rendszer fejlődésének mindig speciális „húzó intézményei” vannak. Ilyen lehet például egy meghatározott ágazat, a később iparosodott országokban a bankrendszer, ilyen lehet a kormányzati szektor. A pénzügyi rendszer és ezen belül a pénzügyi piacok milyensége, szabályozottsága nagymértékben függ attól, hogy melyik ez a domináns intézmény.
4. A rendszer szereplői profitorientáltak, ez a törekvésük elsődleges szerepet játszik a pénzügyi innovációk kialakítása során.
5. A pénzügyi piacok stabilitása fontos a kormányzat számára, ezért a stabilitás kialakítását és megőrzését szabályozási és ellenőrzési elemekkel igyekezik fenntartani. [Vigvári, 2004]

Sok tanulmány foglalkozik **a gazdasági növekedés és a pénzügyi rendszerek sajátosságai** közötti kapcsolatot elemzésével. A gazdasági növekedés és a pénzügyi közvetítés mélysége közötti kapcsolat feltételezése nem tekinthető új gondolatnak, hiszen ez a schumpeteri fejlődésméлет egyik sarokpontja. [Mérő, 2002] Schumpeternél a gazdasági fejlődés motorja a vállalkozó, aki arra törekszik, hogy a termelési tényezők új kombinációinak kialakításával tegyen szert profitra. Ehhez a vállalkozónak tőkére van szüksége, amit a pénzpiacon keresztül tud megszerezni [Schumpeter, 1980]. Ebben a felfogásban a gazdasági növekedés és a pénzügyi közvetítés mélysége között közvetlen oksági kapcsolat van: a termelési tényezők új típusú kombinációja révén megvalósuló gazdasági

fejlődés (vagyis a növekedésnek az a része, ami nem egyszerűen a termelési tényezők mennyiségének növeléséből fakad, hiszen ez Schumpeternél nem is tartozik a fejlődés fogalmába) egy az egyben együtt jár a pénzügyi közvetítés mélyülésével, hiszen a fejlődés megvalósulásának feltétele, hogy azt a pénzügyi közvetítő rendszer a pénz-, és tőkepiacokon keresztül megfinanszírozza. A Schumpeteri fejlődésméletben kulcsszerepe van a pénzügyi közvetítésnek Schumpeternél a bankok szerepe az, hogy a vállalkozók hitelkeresletének kielégítése céljából értékeljék az egyes hiteligénnyel jelentkező cégeket, és a társadalom megbízásából kiválasszák azokat, amelyeket hitelezni érdemes. Így tulajdonképpen a bankrendszer (tágabban a pénzügyi közvetítő rendszer) aktív részvétele nélkül elképzelhetetlen a gazdasági növekedés, és minél gyorsabb a növekedés, annál aktívabb pénzügyi közvetítő rendszerre van szükség. Schumpeterhez hasonló következtetésre vezetnek mindazok az elméletek, amelyek a tökéletes verseny feltételezését elvetve vizsgálódásaikat kiterjesztik az információ megszerzésének költségeire, valamint a tranzakciós költségekre is.

Ezekben a modellekben a pénzügyi közvetítést végző intézményi rendszer segítségével az információs és tranzakciós költségek csökkenthetők, így a közvetítők léte növeli a gazdaság hatékonyságát, elősegíti a gazdasági növekedést.

Az információs és tranzakciós költségek csökkentéséhez a pénzügyi közvetítő rendszer alapvetően a megtakarítások mobilizálásán, a kockázatok diverzifikálásán, a megtakarítások új projektek felé való csatornázásán, illetve a megfinanszírozott projektek megfigyelésén keresztül tud hozzájárulni. Ebbe a sorba illeszthető például Diamond [1996] a pénzügyi közvetítés szerepéről írott tanulmánya is. Diamond a pénzügyi közvetítőrendszer létjogosultságát az egyes meghitelezett projektek folyamatos értékeléséhez szükséges információk megszerzésének költségminimalizálási igényéből vezeti le. Diamond tanulmányában (akárcsak Schumpeternél) a bank az a szervezet, amely a vállalkozások és a megtakarítók közötti közvetítő szerepet betölti. Míg azonban Schumpeternél a közvetítő fő feladata

a megfelelő projektek kiválasztása, addig Diamondnál a megfinanszírozott projektek bankhoz delegált megfigyelésén van a hangsúly. Nála tehát a bank egy olyan ügynök, aki a megtakarítók megbízásából, megfigyelőként, megfigyelési díj fejében elemzi és ellenőrzi a vállalatok tevékenységét, hitelviszafizetési képességének folyamatos alakulását. Diamond kimutatja, hogy a bankokhoz delegált megfigyelés, amennyiben a bankok kellően nagyszámú projektet finanszíroznak, csökkenti a hitel vissza nem fizetésekből fakadó társadalmi költségeket. Ebben a gondolatmenetben a pénzügyi közvetítő rendszer léte elősegíti a társadalom rendelkezésére álló erőforrások hatékonyabb felhasználását. Implicit módon tehát a pénzügyi közvetítés Diamond féle modellje is tartalmazza a pénzügyi közvetítés és a gazdasági növekedés közötti kapcsolatot.

A pénzügyi közvetítés kockázatdiverzifikáló hatásának, ami biztosításként működik az egyes megtakarítók irányába az egyedi beruházások nem fizetési kockázata ellen, ugyancsak széles irodalma van. Levine (1997) kiemeli, hogy a kockázatok diverzifikációja nemcsak a tőkeakkumulációt segíti elő, hanem a technológiai fejlődést is ösztönzi. A pénzügyi közvetítők, mint kockázatelemzők, állandóan technológiai előnyre próbálnak szert tenni a kockázatok pontosabb megismerése során, hogy ezáltal újabb és újabb jövedelmező piaci réseket tárjanak föl. A technológiai előny révén annak kifejlesztője profitra tesz szert, miközben a sikeres innováció gyorsítja a technológiai fejlődést.

A teljesség kedvéért fontos azonban megjegyezni, hogy a fenti példák nem jelentik azt, hogy a szakirodalomban konszenzus lenne a gazdasági növekedés és a pénzügyi rendszer közötti kapcsolatot illetően, sőt a növekedésméletek fő árama szerint a gazdasági növekedés mozgatórugói a reálgazdaságban keresendők.

Azokban a növekedésméletekben, amelyek tökéletes versenyt feltételeznek, a pénzügyi közvetítő rendszerre a gazdaságnak egyáltalán nincs is szüksége. Ennek megfelelően a klasszikus növekedésméletek általában nem foglalkoznak a pénzügyi közvetítéssel, a pénzügyeket nem tekintik a gazdasági növekedés exogén változójának.

A pénzügyi közvetítő rendszerek elhatárolása a tőkepiaci finanszírozás milyenségén alapul, mivel gazdaság dinamikáját meghatározó tőkefelhalmozás csatornája a tőkepiac. Kialakulásukhoz a pénzügyi rendszer különböző környezeti feltételei vezettek. A pénzügyi rendszerek eltérő típusainak elhatárolódása a XIX. századra vezethető vissza. A tőkés gazdaság fejlődésében két alapvető fejlődési út volt, amely szoros összefüggésben volt a tőkepiac sajátosságaival.

Történelmileg a tőkepiaci finanszírozás két módszere alakult ki. A közvetett finanszírozásra épülő *kontinentális* rendszerben a bankok dominanciája érvényesül a finanszírozásban, míg az *angolszász* modellben a közvetlen, értékpapír alapú finanszírozás dominál. A különböző modellek kialakulása gazdaságtörténeti okokra vezethetők vissza.

Az angolszász rendszer jellemzői

Az angolszász területeken a szabad tőke földrajzilag egymástól elkülönült területeken volt jelen, a tőzsdének fontos szerepe van ezen elszórt tőkék koncentrálásában. A bankok szerepe nem annyira kiemelkedő, a bankok számára engedélyezett tevékenységek korlátozásával törekedtek megóvni a túlzott kockázatvállalástól a bankokat.

A piaci alapú közvetítői rendszerben a lakosság kockázatvállalási hajlandósága magasabb, megtakarításaiknak csak kisebb részét helyezik el az alacsonyabb kockázatú, stabil hozamot ígérő bankbetétekbe, ugyanis előnyben részesítik az értékpapírokba történő befektetéseket. Az értékpapírokat a háztartások egyrészt közvetlenül, javarészt pedig intézményi befektetőkön (biztosítók, nyugdíjpénztárok, befektetési alapok) keresztül birtokolják. Ennek megfelelően ezekben az országokban az intézményi befektetők bankszektorhoz viszonyított súlya számottevően magasabb és a vállalkozások finanszírozása is jobban támaszkodik a tőkepiacon keresztüli forrásbevonásra, mint a banki hitelfelvételre. A tulajdonosok általában pénzügyi befektetők, motivációjuk rendszerint rövidtávú. Az angolszász típusú intézményi rendszerrel bíró országok tipikus képviselői az angolszász országok, például: USA, Egyesült Királyság, Kanada.

A kontinentális rendszer jellemzői

A később iparosodó országokban a közvetett Pénzügyi piacoké a meghatározó szerep. A kontinentális országokban a hadikiadások és az azt követő inflációs időszakok felemésztették a megtakarításokat. A vállalatfinanszírozáshoz az állam bankokat alapított külföldi tőke bevonásával.

Ezekben az országokban a háztartások kockázatvállalási hajlandósága alacsony, ezért megtakarításaik döntő részét bankbetétekbe helyezik el. Ezzel párhuzamosan az univerzális bankoknak kiemelkedő szerepük van a vállalatok rövid- és hosszú távú finanszírozásában is. A külső forrásbevonás elsődleges eszköze a hitelfelvétel, a piacról történő forrásbevonás, azaz a

részvény- és kötvénykibocsátás csak kiegészítő szerepet játszik. A bankok stratégiai befektetőként viselkednek, a vállalatok hosszú távú teljesítményében érdekeltek. A tradicionális banki alapú közvetítéssel bíró országok tipikus képviselői: Németország, Olaszország, Franciaország és Japán.

Fontosnak tartom hangsúlyozni, hogy a két modell különbsége nem elsősorban abban nyilvánul meg, hogy a vállalatok tőkeszerkezetében döntő különbség volna. Ez a vélekedés empirikusan nem bizonyult igazolhatónak. [Rajan – Zingales, 1995; Mayer, 1989] A két rendszer lényegileg nem abban különbözik, hogy a tőkeszerkezetben tulajdonosi jogokat, illetve a hitelviszonyt megtestesítő papírok aránya jelentősen és rendszerszerűen eltérne. Ami jelentősen eltér, az inkább a részvények különböző tulajdonosi szektorok közötti eloszlása, és ezzel összefüggésben a tulajdonosi jogok gyakorlásának eltérő módja. A különbség abban van, hogy míg az *angolszász országokban* a vállalatok (vezetői) feletti ellenőrzés (corporate control) tipikus módja piaci, addig ez a kontroll a *kontinentális rendszerben* banki irányultságú. Az előbbiek esetében létezik a vállalatok feletti ellenőrzésnek egy kifejlett és likvid piaca, az utóbbiak esetében az ellenőrzést biztosító papírokat nem forgatják, hanem tartják. Az előbbi esetben a befektető az úr, a másodikban a hitelező [Szalai, 1994].

A pénzügyi közvetítő rendszerben bekövetkezett változások az elmúlt időszakban

Az 1960-as évek végén az USA-ban elkezdődött, később Európában folytatódott a pénzügyi piacok liberalizációja nemzeti és nemzetközi szinten egyaránt. E folyamatok a nemzeti pénzügyi piacok integrálódásához vezettek.

E folyamatok *egyik* fontos jellemzője volt, a bankok külföldi valutában denominált hiteleinek ugrásszerű növekedése. Ez - többek között - azt eredményezte, hogy az olajtermelő országok többletbevételei a fejlett országok bankjaiban jelentek meg, az 1973-as olajárrobbanás után. E bankok jelentős hiteleket nyújtottak a változás veszteségeinek. E folyamat az 1970-es évek végére a bankok nehézségeihez és 1982-re nemzetközi adósságválsághoz vezetett [Vigvári, 2004].

A *másik* fontos jellemző az értékpapír alapú finanszírozás előretörése volt. A közvetlen finanszírozás angolszász hagyományának terjedése egyben az e területen érdekelt pénzügyi szolgáltatók megerősödéséhez vezetett. E folyamatokkal párhuzamosan a nemzetközi

tőkemozgásokban a hitelezésnél jóval gyorsabban növekvő szerepet töltött be a portfólió befektetés.

E folyamatok a pénzügyi szolgáltatások területén gyökeresen új versenyhelyzetet teremtettek. Az innovációk a pénzügyi szolgáltatók piaci versenyének hatékony eszközei voltak, amelyek érintettek valamennyi pénzügyi instrumentumot. A *hitelezés* terén a megnövekedett kamatkockázat kivédésére megjelentek a változó kamatozású instrumentumok és az adózás elkerülésére a zero kupon kötvények valamint a rövid lejáratú vállalatfinanszírozást biztosító értékpapírok. Az értékpapír finanszírozás erősödését, a működő-tőke áramlás felgyorsulását átváltható részvények, részvényutalványok stb. megjelenése segítette. Az innovációk, amellet, hogy jóval rugalmasabb finanszírozást biztosítottak, tovább erősítették a *közvetlen* finanszírozás szerepét.

A pénzügyi közvetítő rendszer fejlődésével, a pénzügyi innovációk előretörésével a vállalatvezetésben felmerül a kérdés, hogyan alakítsa tőkeszerkezetét, a részvények és kötvények (hitelek) arányát, hogy maximális vállalat értéket kapjon. Milyen tényezőket vegyen számításba a vállalatvezető, ha nemcsak a beruházásokkal, hanem a finanszírozás révén is növelni akarja a vállalat értékét.

A vállalati tőkeszerkezet kérdései erre keresik a választ.

4.1.1. A tőkepiac fejlettsége és a bankrendszer jellemzői

Az utóbbi években a tőkepiaci alapú finanszírozás dominanciája, illetve térnyerése figyelhető meg a hagyományosan kontinentális rendszerű országokban is, amely azzal indokolható, hogy e forma elősegíti azon innovatív, nagyobb kockázatú vállalatok finanszírozását, amelyek a gazdasági növekedés motorját képezik. Jelenleg a fejlett országokat a banki és tőkepiaci finanszírozási formák egyaránt magas szintje jellemzi. Bizonyos országok egy-egy periódusban el is szakadhatnak a történelmileg kialakult sémáktól, illetve sok esetben megfigyelhető a tőkepiaci formák felé való arányeltolódás a hagyományosan banki finanszírozási modellel rendelkező országok esetében is. Franciaországban a részvénypiaci finanszírozás előretörése figyelhető meg a 90-es években. A közép-kelet-európai országokra a banki típusú intézményi rendszer jellemző. Ennek kialakulása azonban nemcsak a régió gazdaságtörténeti fejlődésének eredménye. Habár

ezen országok 1945 előtt is a banki alapú finanszírozással rendelkező országok csoportjába tartoztak, mégis főként a tervgazdaság induló öröksége, valamint a piacgazdasági átalakulás sajátosságai jelölhetők meg.

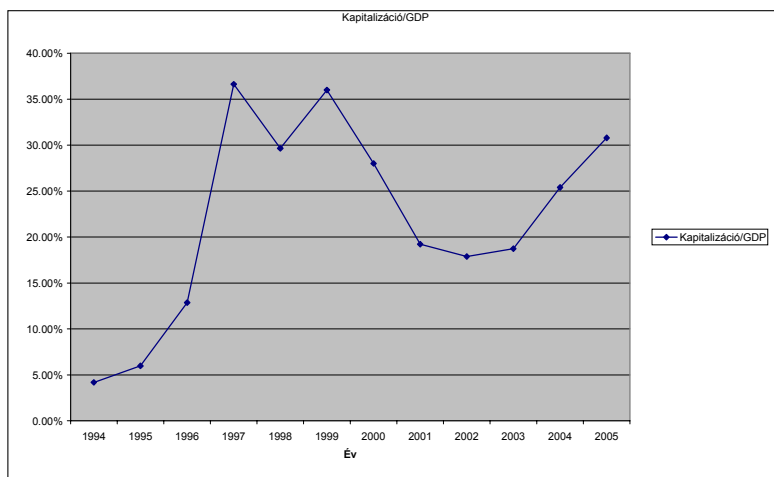
A kutatások bizonyítják, hogy az utóbbi években a két, különböző bázison nyugvó rendszer közeledett egymáshoz. Függetlenül a fejlettség színvonalától a visszaforgatott nyereségnek egyre nagyobb a szerepe a vállalatok finanszírozásában. Corbett és Jenkinsen [1984] kutatása Japán, Németország, az Egyesült Királyság, és az USA vállalataira vonatkozott az 1970-1989 közötti időszakban. Minden országban a belső forrás volt a fő finanszírozási forrás. Az élen Egyesült Királyság állt, a beruházások 97,3%-át finanszírozták belső forrásból. Japán használt a legkevesebb belső forrást, 69,3%-ot.

Hasonló eredményre jutott Mayer [1988], aki francia, német, japán, angol és amerikai vállalatokat vizsgált 1970-1985 között. Az angol vállalatok használták a legtöbb belső forrást, a beruházások 107%-át¹⁷ finanszírozták ilyen módon, míg Németország volt az utolsó 67%-kal. Ehhez hasonló eredményre jutott Mayer[1990], Murinde et al.[1999].

Jóllehet a kontinentális tőzsdék fejlődése megállíthatatlan, még mindig jelentős az eltérés a két különböző típusú részvénytőzsde között.

A tőkepiac fejlettségének fontos mutatószáma a részvénytőzsdei kapitalizáció GDP-hez mért aránya. Míg az Egyesült Államokban a kapitalizáció meghaladja a GDP-t, addig nálunk jelenleg kb. 30% ennek a mutatónak a nagysága.

¹⁷ Azt mutatja, hogy a visszaforgatott nyereséget felhasználták más finanszírozási források visszafizetésére.



12. ábra A BÉT részvény kapitalizációja a GDP százalékában

Forrás: BÉT Éves jelentések, IMFWorld Economic Outlook Database

Az ábra a részvénytőzsdéi kapitalizáció GDP-hez mért arányát mutatja Magyarországon 1994-2005 között. A kisebb nagyobb visszaesések ellenére látható, hogy a részvénytőzsdék egyre nagyobb szerepet töltek be a gazdaságban. Feltehető azonban, hogy az intézményi adottságok, a történelmi meghatározottság miatt soha nem fogjuk elérni az USA vagy más angolszász tőzsdék szintjét.

Magyarországon a tőkepiac fejletlensége, az alacsony részvénytőzsdéi kapitalizáció, az értékpapír piacon az államkötvények kiszorító hatása érvényesül. A banki közvetítőrendszer a magyar vállalatok számára központi szerepet tölt be.

A bankrendszer az utóbbi években - köszönhetően elsősorban a külföldi tőkebefektetéseknek – megerősödött. A (részben) külföldi tulajdonú bankok rendszeres monitoringgal, a szigorú adósminősítési rendszerrel képesek a magas hitelállományt jelentősebb csódhullám nélkül kezelni.

Napjainkban jellemző, hogy a kontinentális rendszerben a bankoké a főszerep, míg az angolszász országokban elsősorban a tőkepiacé. Ezt a megállapítást azonban igen óvatosan kell kezelni, mivel napjainkban világszerte jellemző a tőkepiacok szerepének növekedése.

Vitatkozva több szerzővel, véleményem szerint a bankorientált és a tőkepiac orientált országok vállalatai között a fő különbség az, hogy finanszírozási igényük kielégítésében mennyire fordulnak közvetlenül a megtakarítókhoz kötvény és részvény kibocsátás formájában, illetve mennyire fordulnak a közvetítő banki intézményekhez hitel kérelem formájában. Ez azonban nincs befolyással a tőkeáttétel szintjére, hiszen a kötvény és a hitel jelenti az idegen forrásokat, a részvény pedig saját forrásként kezelendő. Tehát a bankorientált országokban éppen úgy lehet magas a tőkeáttétel, mint a fejlett tőkepiaccal rendelkező országokban, ha az idegen forrásokhoz kötvénykibocsátás formájában jutnak hozzá a vállalatok. Ezt támasztja alá Rajan – Zingales [1995] tanulmánya is:

„A korábbi tanulmányokkal ellentétben (lásd például Berglof (1990) nem találtunk szisztematikus különbséget az áttétel szintjében az un. bank-orientált rendszer (Japán, Németország, Franciaország, Olaszország) és az un. piac-orientált rendszer (USA, Egyesült Királyság és Kanada) között. Felvetődik a kérdés, vajon a „bank orientáció” értelmes megkülönböztetés-e s vajon van-e bármilyen jelentősége a vállalatok finanszírozási döntése szempontjából. ...Tapasztalataink fényében úgy tűnik, hogy a bankorientált és piacorientált országok közötti finanszírozási különbség fő megnyilvánulási formája a nyilvános (részvények és kötvények) és magán finanszírozásban (bankhitel) meglévő különbség, mintsem a leverage nagysága.”

4.1.2. Az adórendszer

Az adórendszer fontos tényező a tőkeáttétel megválasztása során, ugyanis a befektetők arra törekcsenek, hogy az általuk realizált jövedelem maximális legyen. Ez azt jelenti, hogy a kamatadó, az osztalékadó és a társasági adó mértéke, valamint ezek egymáshoz viszonyított nagysága fontos szerepet játszhat a vállalati tőkestruktúra kialakításakor. Azt a finanszírozási forrást kell megtalálni, amely alkalmazását követően a legtöbb jövedelem marad meg a tulajdonosnak. Az adózás hatásait az adóalapú finanszírozási elméletek hangsúlyozzák.

Miller [1977] figyelembe vette valamennyi adónem hatását, s az áttételből származó előny kiszámítására a következő képletet fogalmazta meg:

$$1 - \frac{(1 - T_c)(1 - T_e)}{(1 - T_i)}$$

73

ahol:

T_c : társasági adókulcs

T_e : részvénytőkéből származó jövedelem adókulcsa: osztalék vagy árfolyamnyereség adó a személyi jövedelemadóban

T_i : kamatjövedelem adókulcsa a személyi jövedelemadóban

Booth et al. [2001] a fejlődő országok esetében a makrogazdasági tényezők közül – a tőkepiaci kapitalizáció, és a GDP növekedési ráta mellett - a Miller féle adórátának tulajdonít fontos szerepet. Ezen makrogazdasági mutatók más hatást fejtenek ki a fejlett országok és a fejlődő országok esetében készített vizsgálatok alkalmával, megváltoztatva némely független változó előjelét vagy hatásának erősségét az áttételhez képesti relációban.

4. táblázat Az adósság használatából származó adóelőny nagysága a Miller képlet alapján néhány országban (az alkalmazott legmagasabb adókulcsokkal)

Ország	Kamat osztalékhoz képesti adómegetakartása	Kamat árfolyamnyereséghez képesti adómegetakartása
Csehország	28%	42,4%
Lengyelország	19%	19%
Szlovákia	0%	19%
Magyarország* (2006 szept. 1)	20%	20%

*A magyar szabályozás bonyolult, alapesetben igazak e számok
Forrás: saját számítás

A táblázat alapján elmondható, hogy az adósság előnye meglehetősen heterogén képet mutat a vizsgált országokban. A legnagyobb előny Csehországban mutatkozik. Abban az esetben, ha a befektető kamatként kapja meg jövedelmét, 42,4%-os adóelőnyt élvez, mintha árfolyamnyereséget realizálna. Szlovákiában viszont nincs különbség, hogy kamatként vagy osztalékként kap jövedelmet a befektető. Magyarországon egységesen 20%-os előnye van a kamatjövedelemnek a az osztalékhoz és az árfolyamnyereséghez képest is. Ez abban az esetben igaz, ha a saját tőke 30%-át nem haladja meg az osztalék nagysága. Ebben az esetben 20% az osztalékadó nagysága. Az előttemi osztalékfizetést 35%-os osztalékadó sújtja.

Tehát az adórendszer befolyásolhatja az idegen tőke és saját tőke arányának megválasztását a vállalati tőkeszerkezetben. Fontos azonban megjegyezni, hogy az adórendszer befolyásoló szerepe akkor tud érvényesülni, ha a vállalat számára tényleges lehetőség a források közötti választás, nem kényszerek által meghatározott pályán mozog a cég. Az is fontos tényező e tekintetben, hogy a vállalat alapvető céljának a befektetők vagyonának maximalizálását tekintse.

4.1.3. A csődtörvény

A pénzügyi nehézségek költségei mindaddig irrelevánsak a tőkeáttétel szempontjából, amíg a vállalat megfelelően működik. Amint e költségek megjelennek a vállalat cash-flow-jában, csökkentik a vállalat értékét, és arra kényszerítik a vállalat pénzügyi vezetőit, hogy a kialakult helyzet függvényében alakítsák át a finanszírozási struktúrát. Ez a tényező jelenik meg az elméleti részben már kifejtett választásos elméletben, mint a pénzügyi nehézségek költsége. Ez tulajdonképpen nem választás, hanem kényszer, mert a rossz pénzügyi helyzetbe került vállalatok hitelképessége általában gyengül, s az így kieső hiteleket más forráslehetőséggel kell pótolni, helyettesíteni.

A csőd szabályozás nem mutat egységes képet a világon. Bizonyos országokban a törvény nagyon szigorú. Németországban a hitelezőknek jelentős jogaik vannak moratórium alatt, a vállalat újraszervezésére kevés az esély. A brit szabályozás szerint a hitelezők kérhetik a cég eszközeinek eladását is, hogy a vállalat kiegyenlítse tartozásait. A csődbiztos kijelölése után már nem valószínű a vállalat újraszervezése, megmaradása.

Más országokban, mint például az Egyesült Államokban, Franciaországban, vagy több európai országban a vállalatoknak van esélye az újraszervezésre, gyakran a hitelezők anyagi segítségével. A gyakorlati kutatások nagy része a csődköltség hatását a vállalati tőkestruktúrára direkt módon vizsgálja, megnézi, hogy van-e kapcsolat a csődköltség és a tőkeszerkezet között. A csődköltségnek három típusát különbözteti meg Miller (1977) és Warner (1977):

- a csődeljárással kapcsolatos adminisztratív költségek
- a vállalat újraszervezésének indirekt költségei, és az érték alatti eszközzeladás deficitje
- az adóhitel elvesztése, ha a vállalat csődbe megy (Magyarországon az adóhitel intézményének alkalmazása nem jellemző).

A szerzők mellett érvelnek, hogy a két utóbbi költség a mérvadó, amikor meghozzák a vállalat felszámolásáról szóló döntést.

A csődeljárásról és a felszámolási eljárásról szóló törvény Magyarországon is a hitelezők érdekeinek védelmét szolgálja.

A csőd költségei egy másik csoportosítási szempont szerint – mint már az elméleti részben kifejtettem – lehetnek közvetlenek vagy közvetettek. Nagyságuk vállalatonként változik a vagyontárgyak jellegének és összetételének függvényében.

Cornelli [1996] szerint a közép-kelet európai országokban az alacsony csődköltségek jellemzőek, mivel ezekben az országokban a csődbíráóság tevékenysége még nem hatékony, a hitelezők érdekei nem érvényesülnek kellő mértékben. Ugyanakkor előfordul, hogy a politikai szempontból fontos cégeket a kormányzat megmenti.

Az elmúlt években e tevékenység hatékonysága javult. Sajnálatos módon Magyarországon a vállalatok nem élnek a csőd lehetőségével, a csődeljárások száma elenyésző (évi 20-25) és ezeknek is csak kis része zárul eredményesen. A hitelezők a felszámolási eljárással próbálják elérni elmaradt követeléseik kiegyenlítését. A megmaradt vagyon kényszerértékesítése során elvesz a vállalati szinergia, s így a hitelezők esetleg csak kinnlévőségük töredékéhez jutnak hozzá. A csődeljárás lényege éppen az, hogy a hitelezőkkel megegyezve tovább működjön a vállalat, s vagy a működésből fizesse tartozásait, vagy pedig a hitelezők tulajdont szerezhessenek az adott vállalatban.

Az eddigiek alapján elmondható, hogy a csőd- és felszámolás törvényi szabályozásának szerepe lehet a vállalati tőkeáttétel alakításában. Ezt fogalmazza meg a választásos elmélet is a pénzügyi bajok költségének figyelembe vételével.

4.2. Vállalati tényezők

Az empirikus kutatások célja főként a meglévő elméletek tesztelése.

Több elemzés is foglalkozik azzal, hogy a fejlett országok esetében azonosított független változók felhasználhatók-e a fejlődő illetve a piacgazdaságra áttérő országok esetén a vállalati tőkeszerkezet alakulásának magyarázatára. Az én célom az, hogy megvizsgáljam a magyar vállalatok vonatkozásában a következőkben ismertetésre kerülő tényezők érvényességét illetve speciális, kifejezetten az átmeneti országokra jellemző tényezők vizsgálatát végezzem el.

A belső tényezők elemzésénél alapul szolgált Prasad et al. [2001] tanulmánya, aki táblázatban gyűjtötte össze az egyes tényezőkkel kapcsolatos kutatási eredményeket, a tényezők kapcsolatát a tőkeáttétellel. A fejlett országok esetében a következő összefüggéseket találta a tanulmányok többsége:

Az áttétel növekszik

1. A befektetett eszközök növekedésével.
2. A nem hiteljellegű adómentakarítási lehetőségek növekedésével.
3. A vállalati növekedési lehetőségekkel.
4. A vállalati méret növekedésével.

Az áttétel csökken

1. A pénzáram volatilitásának növekedésével.
2. A marketing költségek növekedésével.
3. A csődvalószínűség növekedésével.
4. A jövedelmezőség növekedésével.
5. A termékek egyediségének növekedésével [Harris-Raviv, 1991].

Az egyes országokban ezek a tényezők – a makrogazdasági tényezőkkel együtt – különböző hatást gyakorolnak a tőkeszerkezet politika alakulására.

Az eredményváltozóként alkalmazott áttételi arány, amelyet mérhetünk (összes hitel/összes eszköz), (hosszú lejáratú hitel/összes eszköz) mutatóval, meghatározható mind piaci, mind könyv szerinti értéken. Az elemzések egy részében mindkét értéken meghatározzák a mutatókat, más részükben csak a könyv szerinti értékét használják. Bár a tőkeszerkezet elméleteknek a piaci érték alapú meghatározás a megfelelő, sok esetben a piaci érték meghatározása körülményes vagy lehetetlen.

Vannak vizsgálatok arra vonatkozóan, hogy a piaci értéken és könyv szerinti értéken meghatározott áttételi arányok között magas korreláció figyelhető meg. Például Bowman [1980], Baskin [1989].

4.2.1. Az eszközök összetétele

Az eszközök összetétele olyan szempontból fontos, hogy az összes eszközön belül mennyi a tárgyi eszközök aránya. A tárgyi eszközök szolgálhatnak ugyanis hitelfelvétel esetén fedezetként. Amennyiben a vállalat rendelkezik ilyen hitelbiztosítékkal, ez csökkenti a hitelfelvétel ügynöki költségeit. A tőkestruktúra ügynök-illetve információs aszimmetria elmélete szerint az eszközök összetétele befolyásolja a kölcsöntőke/részvénytőke választást.

Minél nagyobb a tárgyi eszközök aránya az összes eszközön belül, annál inkább hajlandóak a hitelezők kölcsönt adni a vállalatnak. Vajon ezt a feltételezést mennyire igazolja a gyakorlat? A válasz az, hogy nagyrészt igazolja.

Pozitív kapcsolatot talált a két tényező között Galai és Masulis [1976], Jensen és Meckling [1976] és Myers [1977]. Ők úgy érvelnek, hogy az áttételes vállalat részvényesei hajlamosak optimum alatti befektetésekre megfosztva a hitelezőket a vagyon egy részétől. Viszont ha a vállalat eszközei fedezetként szolgálnak a hitel mögött, a hitelező korlátozza a hitelforrások használatát egy különleges projekt esetén, és biztosítva látja a hitel visszafizetését a biztosíték értékének függvényében. Természetesen fedezet nélküli hitel esetén ez a garancia nem létezik.

Levy [1998] nagyvállalatok vizsgálata alapján jutott pozitív kapcsolatra a két tényező között. Azok a cégek, amelyek több befektetett eszközzel rendelkeznek, több hitelt vesznek fel, amelyek többnyire immateriális javakkal rendelkeznek (illetve olyan, nem tapintható befektetett eszközzel, melyek nagyon költségigényesek a reklám és fejlesztés szempontjából) kevesebb

hitelt vesznek fel. Azok a cégek, amelyek egyedi termékeket állítanak elő szintén ebbe a kategóriába sorolhatók. Például az elektronikai és gyógyszeripari cégek tőkeáttétele alacsony, míg az áram és gázszolgáltató cégek áttétele magas.

A pozitív kapcsolatot Myers és Majluf [1984], Rajan és Zingales [1995] tanulmánya is alátámasztja. Ez utóbbi a G7 minden országa esetén pozitív kapcsolatot talált.

Negatív kapcsolatot talált az eszközök összetétele és az áttétel között Grossmann és Hart [1982], vagyis vizsgálataik szerint minél kisebb a tárgyi eszközök aránya az összes eszközön belül, annál nagyobb a vállalat tőkeáttétele. Ők azzal érvelnek, hogy azoknál a vállalatoknál, ahol alacsony a biztosítékként használható tárgyi eszközök aránya ott az optimálisnál magasabb a menedzserek ügynöki költsége (a menedzserek fogyasztása).

A fejlődő és átmeneti országokban negatív kapcsolatot talált a két tényező között Cornelli et al. [1996]. Ennek okát abban látja, hogy a rendszerváltás előtti időszakban a tárgyi eszközök finanszírozása az állami költségvetés forrásaiból történt, a forgótőke finanszírozás történt hitelből. Az átmenet első éveiben ez még egyértelműen látszik a vállalatok pénzügyi adataiból. Ugyanakkor az erősen eszközigényes vállalatokra úgy tekintettek az új rendszerben, mint nehezen megújítható szervezetekre. Ezért az eszközök összetétele a részvénytőke/összes eszköz aránnyal korrelál pozitívan, míg a kölcsöntőke/összes eszközzel negatívan. A szerzők az új hitelek (az évenkénti hitelváltozásokra) is megvizsgálták a hatást, és ekkor már Magyarország esetén gyengén pozitív, nem szignifikáns kapcsolatot találtak.

Colombo [2001] szerint a befektetett eszközök piaci értékének meghatározása különösen az átmeneti országokban nehéz feladat, mivel ezek értéke a szocialista rendszerből öröklődött, ahol az árak nem az érték mérésére szolgáltak és nem létezett egy hatékony másodlagos piac sem, ahol az eszközök eladhatók lettek volna. Ezért a szerző a készletek/összes eszköz arányát vizsgálta. Ilyen módon azt találta, hogy pozitív kapcsolat van az eszközök összetétele és az áttétel között magyar vállalatok esetén (csak rövid lejáratú hitelek szerepelnek az áttételi mutatóban).

Balla [2002] vizsgálatában megállapítja, hogy az immateriális javak a vizsgált magyar vállalatok többségében alacsony szintet ér el. Ez a jelenség magasabb hitelfelvételre nyújtott volna

lehetőséget, hiszen a befektetett eszközök megfelelő fedezetet biztosíthattak volna a hitelezőknek. Különböző okok miatt azonban a vállalatok nem tudtak élni ezzel a lehetőséggel. Balla-Mateus [2004] „az eszközök tárgyiassága” és a tőkeáttétel között negatív kapcsolatot talált a vizsgált magyar vállalati minta alapján.

5. táblázat Az eszközök összetételének hatása a vállalati tőkeáttételre

Pozitív kapcsolat	Negatív kapcsolat	Nem szignifikáns
Friend és Hasbrouck [1988] Friend és Lang [1988] Jensen, Solberg és Zorn [1992] Thies és Klock [1992] Downs [1993] Van der Wijst and Thurik [1994] Chehab [1995] ¹ Rajan és Zingales [1995] Shenoy és Koch [1996] Jordan et al. [1998] Hirota [1999] Booth et al. [2001] Colombo [2001]	Barton és Gordon [1988] Van der Wijst és Thurik [1994] ² Cornelli et al. [1996]	Titman és Wessel [1988] (-) Lowe et al. [1994] (+)

¹ A rövid lejáratú hitelre

² A hosszú lejáratú hitelre

³ Az összes hitelre

Forrás: Prasad et al. [2001]

4.2.2. A vállalati méret

A méret hatása kétféleképpen értelmezhető [Tong- Green, 2005]. Egyfelől minél nagyobb egy vállalat annál több hitelt tud felvenni, mert kisebb a csőd bekövetkezésének valószínűsége. Másfelől viszont a nagyvállalatok könnyebben hozzáférhetnek a tőkepiacokhoz, mivel az információs aszimmetria az ő esetükben kisebb.

Titman és Wessels [1988] szerint a nagyobb vállalatok általában diverzifikáltabbak és kisebb a pénzügyi nehézség bekövetkezésének az eshetősége. A kisebb cégek esetében a felszámolási érték is relatíve kisebb, mint nagyobb cégtársaiknál. Eszerint, az adósság ügynöki költsége kisebb a nagyobb cégek esetében. Kisebb cégeknél a tranzakciós költségek is magasabbak, mint a nagyobb vállalatoknál. A bankok, amikor a kihelyezett hitelvolument csökkenteniük kell, akkor először a kisebb cégek hitelét csökkentik.

Tehát vállalati méret és az adósság között pozitív kapcsolat várható.

Az információs aszimmetria tekintetében elmondható, hogy minél nagyobb egy cég, annál több információt szolgáltat a piac felé, és ezáltal kisebbek az információs aszimmetria miatt fellépő költségek.

Számos szerző, például Warner [1977], Bradbury és Lloyd [1994] bemutatta, hogy a csődköltség és a vállalati érték közötti négyzetes viszony van, vagyis ha a csődköltség nő, a vállalati érték a csődköltség növekedésének négyzetével csökken. A csődköltség relatíve kicsi nagyvállalatoknál és relatíve nagy a kisebb cégeknél.

Az empirikus kutatások nagy része is igazolja a vállalati méret és a tőkeáttétel közötti pozitív kapcsolatot (például Rajan-Zingales [1995]). A vállalati méret mutatószámául a kutatást végzők általában az árbevétel természetes alapú logaritmusát használják. Kérdésként felmerül, hogy miért szükséges az árbevétel logaritmusát használni, miért nem elég csak az árbevételt szerepeltetni mérőszámul (vagy ha ez túl nagy szám osztani pl.1000-rel). Ennek a magyarázata a fent említett négyzetes viszony a csődköltség és a vállalati érték között.

Negatív volt a kapcsolat iránya Titman és Wessels [1988] tanulmányában. Ők úgy találták, hogy a vállalati méret növekedésével csökken az adósság aránya, ami azt is jelenti, hogy a nagyobb vállalatok nagyobb ügynöki, csőd és aszimmetrikus információból származó költséggel szembesülnek. A szerzők úgy látják, hogy a kisebb cégeknél magasabb a rövidlejáratú hitelek aránya, mivel ha hosszú lejáratú hitelt vagy részvényt bocsátanak ki, nagyobb a tranzakációs költségük. Ez egyben azt is jelenti, hogy a kis cégek érzékenyebbek a gazdaság átmeneti hanyatlásaira, mint azok a nagyobb vállalatok, akik hosszú távra vannak eladósodva.

A piacgazdaságra áttérő országokban a nagyvállalatok hitelezése nem volt vonzó feladat a befektetők számára, mivel ezek a vállalatok nem rendelkeztek megfelelő, piacon értékesíthető fedezettel [Cornelli et al. 1996].

Revoltella [1988] cseh tőzsdei vállalatok esetében pozitív kapcsolatot talált a méret és az áttétel között, amit a szerző azzal indokol, hogy a bankok diszkriminatív magatartást tanúsítanak a kisebb vállalatokkal szemben.

A magyar vállalatokra elvégzett vizsgálatokban Colombo [2001] pozitív kapcsolatot talált a méret és az áttétel között az 1992-96 közötti időszakot vizsgálva. (Csak rövid lejáratú forrásokra

végezte el a vizsgálatot.) A szerző úgy találta, hogy nagyvállalatok számára könnyebb volt a hitelhez jutás, mint kisebb társaiknak. Ezt jórészt annak tulajdonítja a szerző, hogy a nagyvállalatok állami tulajdonúak voltak, s ez segítette őket a könnyebb hitelhez jutáshoz.

Balla - Mateus [2004] szintén pozitív kapcsolatot talált a vállalati méret és a tőkeáttétel között.

Szórádiné [2004] a vállalatokat két részre osztotta: kettős könyvvitelt vezető, illetve egyszeres könyvvitelt vezető vállalkozásokra. Az 1998-2002 közötti időszakban a kötelezettség/saját tőke nagysága a kettős könyvvitelű cégeknél kb.1,1, míg az egyszeres könyvvitelű cégeknél ez az érték jóval magasabb, kb.2,8. Ebből az látható, hogy a kisebb cégek jóval magasabb kötelezettség aránnyal dolgoznak, mint nagyobb társaik.

Sinkovics [2004] egy magyarországi vizsgálatban kiválasztott három vállalati csoportot a méretük (az árbevételük) alapján, s ezeknek vizsgálta a tőkeszerkezetét. Az alábbi táblázat ezen vizsgálat egy részletét mutatja.

6. táblázat Három méretskálába sorolt vállalati kör tőkeszerkezetének változása 1995-2002 között

Megnevezés	1995	2002
0-10 millió forint forgalom		
Vállalatok száma	134660	70453
Hosszú lejáratú kötelezettség/saját tőke	0.74	0.27
Hosszú lejáratú kötelezettség/összes forrás	0.25	0.13
100-500 millió forint forgalom		
Vállalatok száma	10530	20284
Hosszú lejáratú kötelezettség/saját tőke	0.25	5.84
Hosszú lejáratú kötelezettség/összes forrás	0.12	0.72
10 milliárd forint forgalom felett		
Vállalatok száma	110	356
Hosszú lejáratú kötelezettség/saját tőke	0.13	0.27
Hosszú lejáratú kötelezettség/összes forrás	0.08	0.12

Forrás: Sinkovics [2004]

Ebből a táblázatból látható, hogy Magyarországon 1995 és 2002 között átrendeződés történt a vállalati méret és a tőkeáttétel kapcsolatában. 1995-ben a mikro-vállalatoknak volt a legmagasabb a tőkeáttételük, utána a középvállalatok következtek s végül a legalacsonyabb tőkeáttételük a nagyvállalatoknak volt (nem vonzotta még a bankokat a nagyvállalatok

hitelezése). 2002-re a helyzet úgy módosult, hogy a legmagasabb tőkeáttételű vállalatok a középvállalatok lettek (bár a hosszúlejáratú kötelezettség/ saját tőke 5,84-es nagysága bizonyosan elírás), a mikro-vállalkozásoknak és a nagyvállalatoknak pedig 2002-ben teljesen azonos, 0,27 volt a klasszikus tőkeáttételi mutatójuk.

7. táblázat A méret hatása a vállalati tőkeáttételre

Pozitív kapcsolat	Negatív kapcsolat	Nem szignifikáns
Barton és Gordon [1988] ¹ Friend és Lang [1988] Crutchley és Hansen [1989] Chiarella et al. [1992] Downs [1993] Chowdhury, Creen, Miles [1994] Homaifa et al. [1994] Klein és Belt [1994] Hussain [1995] Rajan és Zingales [1995] Cornelli et al. [1996] Shenoy és Koch [1996] Jordan et al. [1998] Revoltella [1998] Hirota [1999] Booth et al. [2001] Colombo [2001] ²	Barton és Gordon [1988] ¹ Titman és Wessels [1988] Kale et al. [1991] Chatrath [1994] Munro [1996]	Kim és Sorensen [1986] (-) Lowe et al. [1994] (+) Van der Wijst és Thurik [1994] (+)

¹Függ a vállalati stratégiától

²Rövidlejáratú hitelre

Forrás: Prasad et.al. [2001]

4.2.3. Jövedelmezőség

A jövedelmezőséggel kapcsolatban egymással ellentétes megállapítások születtek az egyes elméletekben.

A Modigliani-Miller teóriában az a cél, hogy a vállalat minél jobban kihasználja a hitelfelvételből adódó adómentekelés lehetőségét. Minél nagyobb egy cég nyeresége, annál inkább hajlik a hitelfelvételre, hogy igénybe vehesse az adópajzsot. Ugyanerre a logikára épül a választásos elmélet is. Minél nyereségesebb egy vállalat, annál több hitellel rendelkezik, a befektetők is szívesen nyújtanak hitelt a jövedelmező cégeknek.

A hierarchia elméletben viszont éppen a nagy nyereséggel rendelkező cégek használnak kevés hitelt, mivel a vállalatba visszaforgatott nyereséget használják fel beruházásaik finanszírozására részben a tranzakciós költségek, részben az információs aszimmetria okán. Itt tehát negatív kapcsolat van a jövedelmezőség és az áttétel között. Mit mutat a gyakorlat?

Általában megfigyelhető, hogy a nagy jövedelmezőségű, lassan növekvő vállalatok használják a leginkább saját forrásaikat, míg a kevésbé jövedelmező, gyors növekedésű cégek hitelt vesznek fel. A piaci hitelezési hajlandóság csekély a veszteséges vállalatok esetén.

A gyakorlati kutatásokat megvizsgálva az látható, hogy mind a pozitív, mind a negatív kapcsolatra lehet példát találni. A jövedelmezőség mérésére általában a ROA mutatót használják a kutatók (üzemi eredmény/összes eszköz). Erős negatív kapcsolatot mutat be munkájában Booth et al [2001], aki fejlődő országokra végezte el a vizsgálatát. Ezt a negatív kapcsolatot a jelentős ügynöki és információs aszimmetriához kapcsolható problémákkal magyarázzák a szerzők ezekben az országokban, illetve a kötvénypiacok fejletlenségével. Rajan-Zingales [1995] is negatív kapcsolatot talált a két változó között a fejlett országok tekintetében. Úgy vélik, hogy a negatív kapcsolat még erősebbé válik a vállalati méret növekedésével.

Pozitív kapcsolatot talált a két tényező között Hussain [1995] és Jensen et al [1992].

A piacgazdaságra áttérő országok esetében negatív kapcsolatot talált Cornelli et al. [1996]. Ennek egyik fő indoka az, hogy jelentős információs aszimmetria jellemző ezekre az országokra, és a jövedelmező vállalatok azáltal különböztették meg magukat a kevésbé jövedelmező társaiktól, hogy nem vettek fel hitelt. A másik fontos ok a hitelek magas kamatlába. A magas kockázat, magas infláció miatt a bankok igen magasán tartották a hitel kamatlábakat, a vállalatok a hitel magas költségét nem tudták kitermelni. Az eredmények alapján, csak a kevésbé jövedelmező cégek fordultak hitelért.

Revoltella [1998] cseh tőzsdei cégekre vonatkozóan végezte el elemzését, amelyben a jövedelmezőség és az áttétel között negatív kapcsolatot talált. Ezt azzal indokolja, hogy a jövedelmező cégek igyekeztek elkerülni a drága hiteleket.

A magyar vállalatok vonatkozásában Csermely [1996] a jövedelmezőség és a bankhitel finanszírozás közötti kapcsolatot vizsgálta. 1991-94 között minden évre szignifikáns negatív kapcsolatot talált a két változó között. Ez arra utal, hogy a nyereséges cégek a visszaforgatott

nyereséget használják a vállalatuk finanszírozására, másrészt azt is mutatja, hogy a bankok hajlandók voltak a veszteségek finanszírozására ebben az időszakban. A jövedelmezőség negatív együttthatója azt is megmutatja, hogy nem a tőkeáttétel növeléséből származó adóelőny kihasználása motiválta a vállalatokat az újabb hitelfelvételre.

Balla-Mateus [2004] nem szignifikáns, negatív kapcsolatot talált a két változó között a tőzsdei cégekre.

Szórádiné [2004] a feldolgozóipari vállalatok tekintetében gyenge, negatív kapcsolatot talált a 2002-es adatok vonatkozásában. Jellemző a vállalatokra, hogy a csökkenő jövedelmezőség mellett nőtt illetve stagnált a kötelezettségek aránya, ami alapján arra lehet következtetni, hogy a vállalati vezetőknek szűkös mozgásterük van a forrásbevonási lehetőségekre, sok vállalatot finanszírozási kényszerpálya jellemez.

8. táblázat A jövedelmezőség hatása a vállalati tőkeáttételre

Pozitív kapcsolat	Negatív kapcsolat	Nem szignifikáns
Hallet és Taffler [1982] Barton és Gordon [1988] Friend és Hasbrouck [1988] Chowdhury és Milse [1989] Chiarella et al. [1992] Jensen, Solberg és Zorn [1992] Downs [1993] Chowdhury, Green és Miles [1994] ² Hussain [1995] Boyle és Eckhold [1997]	Kester [1986] Allen és Mizuno [1989] Chowdhury és Miles [1989] ¹ Thies és Klock [1992] Lowe et al. [1994] Van der Wijst és Thurik [1994] Chowdhury, Green és Miles [1994] Rajan és Zingales [1995] Chehab [1995] Cornelli et al. [1996] Csermely [1996] Jordan et al. [1998] Friends és Lang [1988] Revoltella [1988] Hirota [1999] Ozkan [2001] Booth et al. [2001]	Titman és Wessels [1988] (-) Balla és Mateus [2004] (-)

¹Csak a múltbeli jövedelmezőség vizsgálata esetén.

²Csak nettó profitráta esetén, amelyet a következő módon definiál: nettó nyereség/árbevétel.

³Magyar tőzsdei cégek vizsgálata esetén

⁴Osztrák tőzsdei cégek vizsgálata esetén
Forrás: Prasad et al. [2001]

4.2.4. Növekedési lehetőség

A magas áttétellel rendelkező vállalatok esetében valószínűbb, hogy elmulasztanak nyereséges beruházási lehetőségeket [Myers, 1977]. Így azok a vállalatok, amelyek magas jövőbeli növekedést remélnek, magas részvénytőke állománnyal kell, hogy rendelkezzenek.

A növekedési lehetőség mérőszámául általában az eszközök piaci értéke/az eszközök könyv szerinti értéke szerepel Myers [1977] nyomán. Az elmélet feltételezi, hogy a magas piaci érték/könyv szerinti érték aránnyal rendelkező cégek magas pénzügyi nehézség költséggel küzdenének a cég kedvezőtlen helyzete esetén, ezért valószínű a negatív korreláció a tőkeáttétellel. Más indok is elképzelhető azonban a negatív kapcsolatra, pl. a piaci időzítés. Nevezetesen, a vállalatok akkor bocsátanak ki részvényt, amikor annak magas az árfolyama (magas az eszközök piaci értéke). Ekkor nincs szükségük további forrásbevonásra (adósság kibocsátásra), így átmenetileg alacsony a tőkeáttétel.

A fő gyakorlati kutatások, amelyek vizsgálták a növekedési lehetőség hatását a vállalati tőkeszerkezetre, azt mutatják, hogy nem egyértelmű a kapcsolat iránya. Számos tanulmány negatív kapcsolatot talált a két tényező között, (pl. Rajan-Zingales [1995], Hirota [1999]) s ugyancsak jelentős azon tanulmányok száma is amelyek pozitív kapcsolatot találtak a két tényező között (pl. Titman és Wessels [1988], Jordan et al. [1998]).

Colombo [2001] magyar vállalatok vonatkozásában a (beruházás/összes eszköz) mutatót használta a növekedési lehetőség mérőszámául. Nem talált az áttétellel szignifikáns kapcsolatot.

9. táblázat A növekedési lehetőség hatása a vállalati tőkeáttételre

Pozitív kapcsolat	Negatív kapcsolat	Nem szignifikáns
Kester [1986] Titman és Wessels [1988] Chowdhury és Miles [1989] Thies és Klock [1992] Chatrath [1994] Homifa et al. [1994] Chehab [1995]	Kim és Sorensen [1986] Barton és Gordon [1988] Kale et al. [1991] Chiarella et al. [1992] Gardner és Trcinka [1992] Lowe et al. [1994] Rajan és Zingales [1995] Burton et al. [1996]	Down [1993] (+) Klein és Belt [1994] (-) Munro [1996] (-)

Pozitív kapcsolat	Negatív kapcsolat	Nem szignifikáns
Boyle és Eckhold [1997] Jordan et al. [1998] Bhaduri [2002]	Hirota [1999] Gul [1999] Hall, Hutchinson, és Michaelas [2000] Okzan [2001]	

¹Osztrák tőzsdei cégek vizsgálata

²A hosszú lejáratú hitelre

³A rövidlejáratú hitelre

Forrás: Prasad et al. [2001]

4.2.5. A vállalat üzleti kockázata

Minél kockázatosabb egy vállalat, annál kevesebb hitelt vesz fel, mivel a volatilis pénzárama nem teszi lehetővé a fix adósságszolgálat fizetését. Tehát valószínűsíthető a negatív kapcsolat a kockázat és a tőkeáttétel között. Az egységnyi hitelfelvétel növeli a csőd bekövetkezési valószínűségét, s a kockázatos vállalatok esetében nehéz megbecsülni a befektetőknek a megtérülést. Az adósságot csak magas felár ellenében bocsátja a vállalat rendelkezésére a befektető.

Ennek a logikának a gyakorlati kutatások sok esetben ellentmondanak, sok esetben a várt negatív kapcsolat helyett, pozitív kapcsolatot találtak a kutatók a kockázat és a tőkeáttétel között. A kapcsolat mérésére általában a ROA szórását használják.

Booth et al. [2001] a fejlődő országokra készített tanulmányában egyes országok esetén pozitív, míg más országok esetén negatív kapcsolatot talált a kockázat és az áttétel között. Thies és Klock [1992] pozitív kapcsolatot talált a rövid lejáratú hitel és a kockázat között. Mivel nem tudnak igénybe venni hosszúlejáratú hitelt a magas üzleti kockázat miatt, ezért finanszírozási szükségleteiket rövid lejáratú adósságból oldják meg. Kale et al. [1991] valamint Thies és Klock [1992] bemutatja, hogy a kockázat és az áttétel közötti kapcsolat nem monoton, hanem U alakú. Az üzleti kockázat alacsony szintjénél az optimális hitelarány csökkenő, míg magasabb szintjénél növekvő.

Magyarország vonatkozásában Balla-Mateus [2004] nem szignifikáns negatív kapcsolatot talált a két változó között.

10. táblázat Az üzleti kockázat hatása a vállalati tőkeáttételre

Pozitív kapcsolat	Negatív kapcsolat	Nem szignifikáns
Kim és Sorensen [1986] Barton és Gordon [1988] ¹ Crutchley és Hansen [1989] Kale et al. [1991] ² Gardner és Trcinka [1992] Thies és Klock [1992] ³ Lowe et al. [1994] Shenoy és Koch [1996]	Friend és Hasbrouck [1988] Friend és Lang [1988] Barton és Gordon [1988] ¹ Chowdhury és Miles [1989] Mackie-Mason [1990] Jensen, Solberg és Zorn [1992] Thies és Klock [1992] ⁴ Downs [1993] Boyle és Eckhold [1997] Hirota [1999]	Kester [1986] (+) Titman és Wessels [1988] (-) Allen és Mizumo [1989] (-) Hussain [1995] (-) Chehab [1995] (-)

¹A cég stratégiájának függvényében.

²Négyzetes kockázat mérés esetén.

³Csak rövid lejáratú hitel esetén.

⁴Csak hosszú lejáratú hitel esetén.

⁵Összes hitel esetén

Forrás: Prasad et al. [2001]

4.2.6. A kamat adópajzsa

Az adóalapú elméletek hangsúlyozzák a kamat adóelőnyének jelentőségét. Mivel a kölcsön kamata levonható az adóalapból minél magasabb az alkalmazott adókulcs, annál nagyobb előny származik a hitelfelvételből. Ebből logikusan az következik, hogy minél magasabb a fizetendő adó, annál nagyobb a tőkeszerkezetben az adósság aránya. Graham [1996] a marginális adórátá és áttétel közötti kapcsolatot vizsgálva, bizonyította, hogy a magas adót fizető vállalatok hajlamosabbak a hitelfelvételre, mint az alacsonyabb adót fizető társaik. A vállalatok számára racionális döntésnek ígérkezik a hitel volumenének növelése a kamat adóvédelmének kihasználása céljából.

A gyakorlat azonban nem igazolja ezt az elméleti megfontolást. A kutatások többsége nem talált szignifikáns kapcsolatot a kamat adóvédelme és a tőkeáttétel között. Tehát nem bizonyítható, hogy a vállalatok azért vesznek fel hitelt, hogy lehetséges adóelőnyüket kihasználják. A kamat adóvédelmének mérőszámául a kutatások általában az átlagos adórátá meghatározását választották, amely az $[1 - (\text{adózás utáni jövedelem} / \text{adózás előtti jövedelem})]$ mutatóval számítható ki.

Booth et al. [2001] a várttal éppen ellentétes, negatív kapcsolatot talált az átlagos adórátá és a tőkeáttétel között a fejlődő országok mintája alapján.

A Közép-és Kelet-európai országokra fokozottan elmondható, hogy a finanszírozás terén a kényszerpálya jellemezte a vállalatokat az átmeneti években. Nem a kamat adómegetakarítása volt a vállalatok számára a fő szempont a finanszírozás meghatározásakor, hanem az életben maradás.

Csermely [1996] tanulmányában magyar vállalatok 1991-94 közötti banki finanszírozási jellemzőit vizsgálta. Megállapítja, hogy a vállalat tulajdonosai szempontjából a kölcsönzött források bevonásának egyik indítéka az lehet, hogy a tőkeösszetétel megváltoztatásával adót takarítsanak meg. E lehetőséggel akkor tudnak élni a vállalatok, ha az eszközarányos nyereség (ROA) magasabb, mint a kölcsönzött tőke egységére jutó kamatköltség nagysága. Ebben az esetben a saját tőke egységére jutó jövedelem nő, ha a vállalkozás hitelt vesz fel, és abból visszavásárolja a részvényeit.

11. táblázat Az eszközarányos megtérülés és a kamatköltség alakulása

	1992	1993	1994
	átlag (%)	átlag (%)	átlag (%)
ROA ¹	4	7	9
Kamat ²	35	28	28
Kamat- max.adómegetak.	21	16,8	17,9

¹ROA = kamatfizetés előtti jövedelem/ összes eszköz

² A teljes kamatozó adósságállományra vetítve (nemcsak banki hiteleket tartalmaz)

Forrás: Csermely [1996]

A táblázatból látható, hogy a vizsgált időszakban egy átlagos vállalkozás számára egyik évben sem származott profit átlagos kamatszint mellett történő hitelfelvételből (tőkeemelés helyett), hiszen az eszközarányos nyereség mutató, bár folyamatosan javult, meg sem közelítette a kamat –adómegetakarítást is figyelembe vett – mértékét. Ilyen feltételek mellett a tulajdonosok jövedelme akkor nő, ha csökkentik adósságukat az összes eszközállományhoz viszonyítva.

Érdemes tőkét emelni, és abból az adósságot visszafizetni, vagyis a tőkeáttétel nagyságát csökkenteni.

Az elemzés külön megvizsgálta azon vállalkozások körét, amelyek az egyes években nyereséget tudtak volna realizálni a tőkeszerkezet átalakításával, feltéve, hogy átlagos kamatlábbal, a teljes adómegetakarítást igénybe véve juthattak hitelhez (számos vállalat részesült adókedvezményben, ezek nem tudták realizálni az adómegetakarítást). Azonban azt tapasztalta a szerző, hogy azok a vállalkozások is tartózkodtak a leverageban rejlő előnyök kihasználásától, amelyek potenciálisan növelni tudták volna a jövedelmezőségüket. Ennek egyik lehetséges oka az, hogy az adósság / saját tőke arány növekedésével nő a vállalat jövedelmén belül a fix kötelezettség aránya, ezért a bevételek ingadozása miatt nő a fizetési nehézségek valószínűsége. A másik lehetséges ok, hogy ha magas és változékony az infláció nagysága, akkor a hitelkamatok várható értéke és szórása is magas lesz, ami tovább nehezíti a gazdasági kalkulációt. Ezért inflációs környezetben valószínűleg a kockázat csökkentése fontosabb cél, mint az adómegetakarítás kiaknázása.

Balla-Mateus [2004] nem szignifikáns pozitív kapcsolatot talált a két változó között.

Az eddigi kutatásokból az látható, hogy nincs túl nagy hatása az adózási szempontnak a tőkeszerkezet kialakítása kapcsán, bár egyes elméletek meglehetősen nagy jelentőséget tulajdonítanak ennek a szempontnak.

12. táblázat A kamat adóelőnyének hatása a vállalati tőkeáttételre

Pozitív kapcsolat	Negatív kapcsolat	Nem szignifikáns
Booth et al. [2001]	Chowdhury-Miles [1989] Thies –Klock [1992]	Kim-Sorensen [1986] Friend-Hasbrouck [1988] Mackie-Mason [1990] Homaifa et al. [1994] Lowe et al. [1994] Hussain [1995]

Forrás: Prasad et al. [2001]

4.2.7. Tulajdonosi szerkezet

A tulajdonosi szerkezet szempontjából kétféle megközelítést is érdemes megvizsgálni.

Egyrészt érdemes megvizsgálni, hogy a tulajdonosok között mennyire van jelen a menedzsment, ami megfelel a Jensen-féle ügynök elmélet koncepciónak. Másrészt érdemes megvizsgálni, hogy van-e külföldi tulajdonos a vállalatban. Ez utóbbi főleg a fejlődő és átmenti országok esetén befolyásolhatja a tőkeáttételt.

Azon cégek melyek menedzsmentjében jelentős hányadot képviselnek a részvényesek - elméletileg - kevesebb ügynöki költséget viselnek, és több részvénytőkét bocsátanak ki, mint azon cégek, ahol a menedzsment nem rendelkezik jelentős részvényhányaddal. A menedzser-részvényesnek érdeke, hogy csökkentse a kockázatot, amelynek egy módja, hogy a vállalat nem rendelkezik magas hitelállománnyal. Tehát a menedzseri részvénytulajdon nagysága és a leverage között negatív kapcsolat várható.

A kutatások nem támasztják alá egyértelműen az elméletet, mert pozitív és negatív kapcsolatra is van példa a két tényező között a vizsgálatokban. A vizsgálatok nagy részét amerikai vállalatok esetében végezték el. A mérőszámul azt az adatot választották, hogy a részvénytőkének hány százalékát birtokolják a menedzserek.

Chen és Steiner [2000] pozitív kapcsolatot talált a leverage és a menedzseri részvénytulajdonlás között. Zeckhauser és Pound [1990] nem talált szignifikáns kapcsolatot a menedzseri részvénytulajdonlás nagysága és a tőkeáttétel között amerikai vállalatokat vizsgálva.

13. táblázat A menedzsment tulajdoni részaránya és a vállalati tőkeáttétel közötti kapcsolat

Pozitív kapcsolat	Negatív kapcsolat	Nem szignifikáns
Kim és Sorenson [1986] Friend és Hasbrouck [1988] ¹ Chatrath [1994] Firth [1995] ³ Chen és Steiner [2000]	Friend és Hasbrouck [1988] ² Firth [1995] ⁴	Zeckhauser és Pound [1990] Firth [1995] ⁵ (-) Chehab [1995] (+)

¹A (menedzseri tulajdon piaci értéke/összes részvénytőke piaci értéke) hányados alapján értékelve

²A menedzseri tulajdon piaci értéke alapján értékelve

³Az intézményi befektetők aránya alapján értékelve

⁴A log (a menedzsment részvénytulajdonának piaci értéke az év végén) alapján értékelve

⁵A menedzsment tulajdoni részaránya alapján értékelve

Forrás: Prasad et al. [2001]

A másik szempont, amit érdemes megvizsgálni a tulajdonosi szerkezettel kapcsolatban, hogy mennyi a külföldi tulajdoni arány s ez hatással van-e a vállalat tőkeszerkezetére. Ez a fejlődő és átmeneti országokban jelenthet információt a befektetők számára. Pozitív jelzésként értékelhetik a külföldi tulajdoni arányt a hitelezők, mivel érdemesnek találták a befektetésre. Hussein [1995] indonéziai vállalatok esetében vizsgálta a kérdést. Elemzése tartalmazza, hogy a fejlődő országokban jelentős a családi tulajdonban lévő, és családirag ellenőrzött vállalkozások száma. A külföldi tőkebeáramlás hatására - ami lecsökkentette a családi vállalkozások koncentráltságát - csökkent a tőkeáttétel nagysága. Ez az eredmény megegyezik a többi, fejlődő országra elvégzett kutatás eredményével.

A Közép-és Kelet-európai országok tekintetében jelentős eltérések láthatók.

Lengyelország esetében [Rajcoomar, 1997], a lengyel tőzsdei vállalatok tekintetében a külföldi tőkével működő nagyvállalatok - főleg az új alapításúak - nagyobb tőkeáttétellel rendelkeztek, mint ahol kisebb volt a külföldi tőke aránya.

Magyarországon az 1992-94-es időszakban a vállalatok tőkeösszetételében beállt változást meghatározó legfontosabb tényező a tulajdonosi szerkezet átalakulása volt [Csermely, 1996]. A tulajdonosi jogok megszerzéséhez kötődő tőkeemelés adta a forrásbevonások közel felét. A jegyzett tőke tulajdonosi szerkezete jelentős átalakuláson ment át a vizsgált időszakban. Az állami tulajon szerepe csökkent (50%-ról 37%-ra), a külföldi tulajon szerepe (13,5%-ról 23,3%-ra) és a belföldi magántulajdon és belföldi társaság szerepe nőtt. Ebben az időszakban a legszembevetőbb jellegzetesség volt a saját tőkével való finanszírozás igen magas aránya a vállalati felhalmozásban. A kölcsönzött forrásoknak csak minimális szerep jutott.

A külföldi befektetés egy vállalatba fontos hitelképességi jelzésként szolgálhat a hitelnyújtók számára [Csermely-Vincze, 1999]. Feltételezhető, hogy a külföldi befektetők az életképes vállalatokba invesztálnak. A hitelnyújtók felé egy fontos, pozitív jelzés volt a magas külföldi tulajdonosi részvétel, a jelentős információs aszimmetria miatt is. Az 1994-1996 közötti időszak vonatkozásában ez a feltételezés igaz a nagyon változékony 1994-95-ös időszakra, de a külföldi tulajdon jelentősége 1996-ra elhalványul a hitelnyújtók számára.

Az 1992-95 közötti időszakot tekintve Colombo [2001] nem talált szignifikáns kapcsolatot a külföldi tulajdoni arány és a rövidlejáratú hitel között, kivéve az 1994-es évet.

2002-ben közepes, negatív irányú kapcsolat jelentkezik a külföldi tulajdonosi arány és a tőkeáttétel között a feldolgozóiparban [Szórádiné, 2004]. Valószínű, hogy a külföldi tulajdonú vállalatok az anyavállalat révén, belső tőkejuttatással, alacsonyabb költséggel oldották meg a finanszírozást.

14. táblázat külföldi tulajdonosi arány és a vállalati tőkeáttétel kapcsolata

Pozitív kapcsolat	Negatív kapcsolat	Nem szignifikáns
Rajcoomar [1997] Csermely-Vincze [1999] ²	Hussein [1995] Csermely [1996] Szórádiné [2004]	Colombo [2001] ¹

¹1994-re szignifikáns, pozitív kapcsolat

²1996-ra nem szignifikáns

Forrás: Saját szerkesztés

4.2.8. Iparág

Két szempontot érdemes figyelembe venni az ágazati hovatartozás szempontjából: az eszközök összetételét és az üzleti kockázatot.

Azon ágazatok, amelyek jelentős befektetett eszközállománnyal működnek, magasabb áttétellel rendelkeznek, mint a több szellemi tőkét birtokló vállalatok, ágazatok.

Magas áttételű ágazatok: légi közlekedés, cementipar, áram-és gázszolgáltató, telefon, textil, papír, acél, kiskereskedelem, gumi, üveg, teherszállítás, építőipar.

Alacsony áttételű ágazatok: gyógyszeripar, kozmetikai ipar, elektronikai, élelmiszeripar, gépipar, műszeripar, könyvkiadó [Harris-Raviv, 1991].

Az üzleti kockázat szempontjából, minél kockázatosabb iparágban működik a vállalat, annál kisebb az adósságállománya a tőkeszerkezeten belül. A volatilis működési pénzáram nem teszi lehetővé a magas, fix összegű adósságszolgálat teljesítését.

A vizsgálatok nagy része, amely elsősorban fejlett országok esetében vizsgálta az iparág jelentőségét, többségében szignifikáns kapcsolatot talált a vállalat ágazati hovatartozása és az áttétel között.

Magyarország vonatkozásában 1994-96 közötti időszakra vonatkozóan Csermely-Vincze [1999] vizsgálatában nem volt szignifikáns kapcsolat az iparág és a tőkeáttétel között.

15. táblázat Az iparág hatása a vállalati tőkeáttételre

Szignifikáns	Nem szignifikáns
Bowen, Daly és Huber [1982] Hallet és Taffler [1982] Titman és Wessels [1988] Allen és Mizuno [1989] Chatrath [1994] Munro [1996] Jordan et al. [1998]	Friend és Hasbrouck [1988] Hussain [1995]

Forrás: Prasad et al. [2001]

4.2.9. Egyéb tényezők

Végül bemutatok két kutatást, amelyben vállalatvezetők rangsorolták a tőkeszerkezeti döntéseikben szereplő szempontok fontosságát.

J. Graham és C. R. Harvey által végzett kutatás a Pénzügyi Vezetők Szövetsége (FEI) által szolgáltatott adatbázis alapján 392 amerikai cég pénzügyi beszámolóit elemezte, és további, közel száz feltett kérdés alapján rangsorolta a tőkestruktúra-döntéseket befolyásoló tényezőket [Graham-Harvey, 2001].

Európai vállalatvezetőkkel készített felmérést dolgoz fel Bancel-Mittoo [2004] tanulmánya. A 16 európai országra¹⁸ készített felmérés szerint a pénzügyi rugalmasságnak van a legnagyobb szerepe az adósság kibocsátásban és a P/E aránynak (részvényár/egy törzsrészvényre jutó adózott eredmény) a részvénykibocsátásban. Ebből is látható milyen szerteágazó az a kör, ami hatást gyakorolhat a vállalati tőkeszerkezetre.

A két tanulmány eredményei hasonlóak a hitelpolitika terén. Az alábbi táblázat mutatja a tényezők rangsorát. A pénzügyi vezetők 0-4 közötti értékekkel rangsorolták az egyes tényezők fontosságát a hitelpolitikai döntésekkel kapcsolatban, ahol a nulla a nem fontos, a négy a

¹⁸ A felmérésben szereplő országok: Ausztria, Belgium, Görögország, Dánia, Finnország, Írország, Olaszország, Franciaország, Németország, Norvégia, Hollandia, Portugália, Spanyolország, Svájc, Svédország, Egyesült Királyság.

nagyon fontos tényezőt jelentette. A legfontosabb tényezők a pénzügyi rugalmasság és a hitelbíráló, ugyancsak fontos szempont a hitelpolitikai döntések meghozatalakor a kamat adóelőnye valamint a nyereség és a cash-flow volatilitása.

16. táblázat A vállalati adósságpolitikát befolyásoló tényezők fontossága

Megnevezés	Európa		USA	
	Fontos vagy nagyon fontos (%)	Átlag*	Fontos vagy nagyon fontos (%)	Átlag*
Pénzügyi rugalmasság ¹⁹	90,80	3,39	59,38	2,59
Hitelminősítés	73,17	2,78	57,10	2,46
Kamat adóelőnye	58,14	2,59	44,85	2,07
A nyereség és a cash-flow volatilitása	50,0	2,33	48,08	2,32
Az adósság kibocsátás tranzakciós költségei	33,33	1,94	33,52	1,95
Ügyfelek elégedettsége a hitelpolitikát illetően	32,56	1,97	18,72	1,24
A csőd potenciális költségei	30,95	1,76	21,35	1,24
Az iparághoz tartozó vállalatok adósságszintje	23,26	1,84	23,4	1,49
A befektetők SZJA költsége	10,59	0,96	4,79	0,68
Menedzsment ügynöki költségei	6,98	0,73	1,69	0,33
Ne váljon felvásárlási célponttá a vállalat	4,65	0,85	4,75	0,73
Jelzés a versenytársaknak	1,16	0,44	2,25	0,4
A magas adósság jobb alkupozíciót biztosít az alkalmazottakkal szemben	0,00	0,27	0,00	0,16

* Mérés skála 0-tól (nem fontos) 4-ig (nagyon fontos).

Forrás: F. Bancel és U. R. Mittoo [2004] 113. old. részlet

¹⁹ A pénzügyi rugalmasság azt jelenti, hogy minél kevesebb kamatfizetési kötelezettsége legyen a vállalatnak. A vállalatvezetők előnyben részesítik a vállalati belső forrásokat, az adóssággal szemben, a hierarchia elmélettel összhangban.

4.3.Összefoglalás

A vállalatok tőkestruktúra döntéseit számos tényező befolyásolja. A vállalaton kívüli makrogazdasági tényezőkre a vállalat nem tud hatást gyakorolni, a tényezők egy részét azonban képes befolyásolni. A fejezetből kiderül, hogy rengeteg empirikus kutatás foglalkozott már a befolyásoló tényezők tesztelésével. Ez a fejezet azért fontos a dolgozatban, mert én is e tényezők vizsgálatát végzem el magyar vállalati adatok alapján, vagyis megvizsgálom, hogy az eddigi nemzetközi kutatások eredményei érvényesek-e Magyarországon.

5. A tőkeszerkezet alakulásának empirikus vizsgálata

Ez a fejezet két nagyobb részre tagolódik. A fejezet első részében térségünk vállalatfinanszírozási és tőkeszerkezeti tendenciáit mutatom be és elemzem a kilencvenes évek elejétől. Külön részben tárgyalom a közép-kelet európai országok tendenciáit és a Magyarországra jellemző finanszírozási tendenciákat. Ezután a meglévő adatbázisom alapján a magyar vállalati szektor bemutatását végzem el. Végül a hipotézisvizsgálatok eredményeit mutatom be, amelyek feltárják azokat a tényezőket, amelyek hatást gyakorolnak a vállalati tőkeszerkezet alakulására Magyarországon.

5.1. A makrogazdasági tényezők

5.1.1. Finanszírozási és tőkeszerkezeti tendenciák a közép-kelet-európai országokban az 1990-es évek elejétől napjainkig

Ebben az alfejezetben a közép-kelet-európai régió (Csehország, Lengyelország, Magyarország, Szlovákia, Szlovénia) finanszírozási és tőkeszerkezeti tendenciáiról írok a kilencvenes évek elejétől napjainkig. Az alfejezetet három részre osztottam: az első részben írok a térség bankszektorának és pénzügyi közvetítő rendszerének fejlődéséről; a másodikban a tőkepiac fejlődéséről; végül, az előbb említett változások hatásaként is, a vállalatfinanszírozásban és a vállalati tőkeszerkezetben bekövetkező változásokról.

5.1.1.1. A közép-kelet-európai bankszektor és pénzügyi közvetítő rendszer fejlődése

A gazdaság fejlődése szempontjából a vállalatok finanszírozása kulcskérdés. A bankhitel fontos szerepet játszhat a több évtizedes gazdasági elmaradás felszámolásában, hiánya pedig gátolhatja a versenyképes termelési struktúra kialakulását. A bankrendszer és a pénzügyi közvetítő rendszer átalakulása és fejlődése a 90-es években a közép - kelet-európai országok gazdasági átmenetének egyik kulcsfolyamata volt, ami napjainkban sem zárult le. Az átmeneti országokban a bankszektor jelentős átalakuláson ment keresztül az elmúlt több mint 15 évben, beleértve a szabályozás és a bankfelügyelet széles körű reformját, a bankkonszolidációt, és a pénzügyi intézmények lendületes privatizációját, elsősorban külföldi stratégiai befektetők által. A másik, kevésbé gyors folyamat, a sokszínű nem-banki pénzügyi

közvetítő intézményrendszer létrejött, működési feltételeinek megteremtése. Bár az intézményi építkezés ezen a téren is a legtöbb országban nagyjából befejeződött, a tőkepiac (a tőzsde, a befektetési alapok, nyugdíj- és egészségpénztárak, biztosítók, kockázati tőkealapok stb.) gazdasági aktivitása és súlya a régióban még csekély. Ez természetesen szerves következménye a pénzügyi szektor örökölt jellegének és alacsony fejlettségi színvonalának. A fejlett piacgazdaságokban a pénzügyi közvetítés szintje túlnyomórészt összhangban áll a gazdaság fejlettségével, a régió legtöbb országában azonban a rendszerváltás küszöbén a pénzügyi szektor attól teljesen elszakadva, adminisztratív alapon, a modern pénzügyi közvetítés minden jellemzőjét nélkülözve működött. Különösen a nagyon alacsony induló szinthez viszonyítva azonban a rendszerváltás elmúlt éveiben igen nagy fejlődés történt a szektorban. Ennek főbb állomásai követhetők nyomon néhány, a piac alakulását jellemző mutató segítségével az alábbi táblázatból.

17. táblázat A pénzügyi szektor fejlődése a kelet-közép-európai országokban

Megnevezés	1993	1996	1999	2001	2005
Magyarország					
Bankok száma (külföldi tulajdonú)	40(16)	42(24)	43(29)	41(31)	38(27)
Állami tulajdonú bankok eszközeinek	76,3	15,3	7,8	9	7
Minősített követelések aránya, az	23	7,2	4,4	3,1	3,1
A magánszektorban nyújtott banki	26,5	21,9	25,8	24,5	51,1
Tőzsdei kapitalizáció/GDP, %	2,3	2,4	36,4	18,7	31,9
Csehország					
Bankok száma (külföldi tulajdonú)	52(18)	53(23)	42(27)	38(26)	36(27)
Állami tulajdonú bankok eszközeinek	11,9	16,6	23,1	3,8	2,5
Minősített követelések aránya az		21,8	20,5	13,7	4
A magánszektorban nyújtott banki	51	47,2	42,3	24,5	16,8
Tőzsdei kapitalizáció/GDP, %		31,4	22,3	15,4	31,9
Szlovákia					
Bankok száma (külföldi tulajdonú)	28(13)	29(14)	25(10)	19(12)	23(16)
Állami tulajdonú bankok eszközeinek	70,7	54,2	50,7	4,9	1,1
Minősített követelések aránya, az	12,2	31,8	39,2	24,3	5,5
Tőzsdei kapitalizáció/GDP, %		6,7	3,8	3,3	9,5
A magánszektorban nyújtott banki	30,4	30,4	40,5	27,6	26,8
Lengyelország					
Bankok száma (külföldi tulajdonú)	87(10)	81(25)	77(39)	64(46)	61(50)
Állami tulajdonú bankok eszközeinek	86,2	69,8	24,9	24,4	21,5
Minősített követelések aránya, az	36,4	14,7	14,5	20,1	12,9
A magánszektorban nyújtott banki	12,2	15,9	18,8	18,4	23,1
Tőzsdei kapitalizáció/GDP, %	3,7	6,6	20	14	31,3
Szlovénia					
Bankok száma (külföldi tulajdonú)	45(5)	36(4)	31(5)	24(5)	25(9)
Állami tulajdonú bankok eszközeinek	47,8	40,7	41,7	48,4	12
Minősített követelések aránya az	n.a.	10,1	8,6	9,2	6,4
A magánszektorban nyújtott banki	22,1	28,4	36,3	40,4	56,4
Tőzsdei kapitalizáció/GDP, %	n.a.	3,6	11,8	15,3	23,5

Forrás: EBRD, Transition Report 2006

A táblázat adatai a későbbiek során is előkerülnek, most a következőket szeretném kiemelni:

- A vizsgált közép-kelet-európai országokban (Szlovénia kivételével) az átmeneti években nagyon jelentősen megnőtt a külföldi tulajdonú bankok száma, a kezdeti szerény jelenlétet 2005-re már a 70-80%-os, domináns külföldi jelenlét jellemezte.

- Az állami tulajdonú bankok eszközeinek az aránya csekély mértékűre zsugorodott az átmenet éve alatt. Meglepő módon Csehország esetében már a vizsgált időszak elején is csak 12% körül volt ez az érték, szemben a többi vizsgált országgal, amelyekben domináns volt az állami tulajdonú bankok eszközeinek az aránya. A törvényi szabályozás nálunk tette lehetővé legkorábban a külföldiek számára a tulajdonszerzést.

- A minősített követelések aránya leggyorsabban Magyarország esetében csökkent le alacsony mértékűre, mivel nálunk ment végbe leghamarabb a konszolidáció. Szlovéniában a vizsgált időszakban eleve nem volt kiugróan magas a minősített követelések aránya még az időszak elején sem.

- Nagyon vegyes képet mutat a magánszektorban (háztartás + vállalatok) nyújtott bankhitelek aránya a GDP százalékában. Magyarország és Szlovénia esetében ez a mutató több mint kétszeresére nőtt. Szlovénia esetében a növekedés időben egyenletes volt, Magyarországon azonban az utolsó időszakban mutatkozott egy lényeges ugrás. Ez a növekedés a mi esetünkben elsősorban a lakossági szféra nagymértékű eladósodásának tudható be (kedvezményes kamatozású lakásépítési és vásárlási hitelek). Lengyelország esetében is növekedés figyelhető meg, csak nem olyan látványos, nem olyan nagymértékű növekedés, mint az előbb említett két országban. Szlovákia esetében 1999-ben mutatkozott egy csúcspont, ezt követően azonban csökkenés figyelhető meg e mutató értékben. Csehországban érdekes folyamat játszódott le, mivel ott kevesebb, mint felére zsugorodott a magánszektorban nyújtott hitelek aránya a GDP %-ában.

- Fontos mutató a tőzsdei kapitalizáció GDP-hez mért aránya. Megmutatja, hogy milyen szerepe van a tőzsdei értékpapírokkal való finanszírozásnak az adott országban. A közép-kelet-európai országokra elmondható, hogy csekély szerepet játszik a forrásszerzésnek e formája a vállalatok életében. A mutató alapján a legfontosabb szerepe a tőzsdének Magyarországon, Csehországban és Lengyelországban van. Valamivel kisebb szerepe van a tőzsdének Szlovéniában, s egyelőre a szlovák tőzsde elenyésző szerepet játszik az ottani vállalatok és a befektetők életében.

Magyarország versenyelőnyei az átmenet éveit során „elolvadtak”, s a többi térségbeli ország is felzárkózott. Ezt illusztrálja a következő táblázat.

18. táblázat A pénzügyi szabályozás színvonala a közép-kelet-európai országokban az EBRD értékelése alapján (1 - 4+ skála)

Ország	2001	2001	2002	2002
	Kiterjedtség	Hatékonyság	Kiterjedtség	Hatékonyság
Magyarország	4	3	3+	4-
Csehország	3-	3	3+	3
Szlovákia	3	3	3	2+

Lengyelország	4-	3+	4-	3+
Szlovénia	4	4-	3+	3

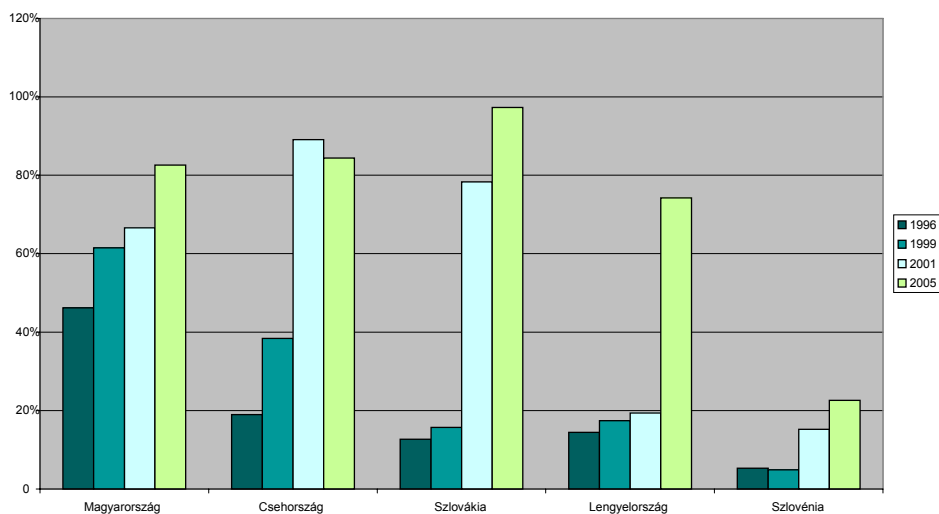
Forrás: EBRD Transition Report, 2002. 38. old. (részlet)

A táblázat azt mutatja, hogy a nemzetközi pénzügyi szakértők szerint az évtized végére a régióban kiépült pénzügyi szabályozás színvonala és hatékonysága már megfelelő. Feltűnő, hogy mennyire közel esnek egymáshoz az egyes országoknak adott „osztályzatok”. Ez azt mutatja, hogy 2002 végére a szabályozás terén is lejátszódott az a konvergencia, amely megfigyelhető a régió bankszektorai fejlődésének más elemeiben is. Érdekes jelenség ebben a minősítésben - és utal az előbb említett a konvergenciára is - hogy a korábbi évekre vonatkozó értékek a kelet-közép-európai országokban magasabbak voltak, mint az itt láthatók. Az ezredfordulón olyan kihívások – a nemzetközi tőzsdeválság, a minősített hitelállomány ismételt megugrása, az EU-csatlakozásból fakadó szabályozási feladatok stb. – érték ezeket az országokat, amelyekre a pénzügyi szabályozás még nem tudott elég gyorsan reagálni. A minősítés természetesen vitatható is lehet, hiszen éppen 2001-2002-ben történtek olyan finomítások a szabályozásban – a pénzmosás elleni fellépésként az anonim betétek megszüntetése Csehországban és Magyarországon, új, egységes tőkepiaci szabályozás bevezetése ugyanezekben az országokban, a részvénytulajdonosok védelmére hozott törvénymódosítás Magyarországon, a bank- és adókonszolidációs megoldások Csehországban stb. -, amelyek éppen a szabályozás rugalmasságát, alkalmazkodóképességét mutatják.

A pénzügyi közvetítő rendszer a rendszerváltó országokban a gazdasági átmenet kezdetén tipikusan és erősen bank-alapú volt, a tőkepiac bankokon kívüli intézményei egyáltalán nem, vagy csak csökevényes formában léteztek. A pénzügyi rendszer rekonstrukciója tehát alapvetően a bankrendszer helyreállítását, működésének piaci alapokra helyezését, privatizációját, a nemzetközi standardoknak megfelelő jogi szabályozás megteremtését és a tőkepiac intézményeinek létrehozását jelentette. A folyamat eredményeképpen létrejövő pénzügyi közvetítőrendszer továbbra is meghatározóan bank-alapú maradt.

A bankrendszer kétszintűvé tétele, konszolidálása, stabilizálása, privatizálása, tőke-helyzetének megerősítése, működésének a nemzetközi standardokhoz történő igazítása, a közép-keleti országok többségében nagyjából már lezárult ugyan, de terheit – a bank-

konszolidáció, a nagy arányú rossz hitelek, a feltőkésítés stb. költségeit – még ma is viselik a gazdaság szereplői.. Ezek az óriási terhek természetesen nem elsősorban önmagában a pénzügyi rendszer átalakulásából származnak, hanem e gazdaságok restrukturálásának, versenyképessé tételének társadalmi költségeit tartalmazzák. A pénzügyi- és bankszektor konszolidálása, modernizálása és megerősítése ugyanakkor elengedhetetlen feltétele volt a piacgazdasági átmenetnek, s gyorsasága, előrehaladottsága egyben vissza is hatott arra.



13. ábra A külföldi tulajdonú bankok eszközaránya a közép-kelet-európai országokban (%)

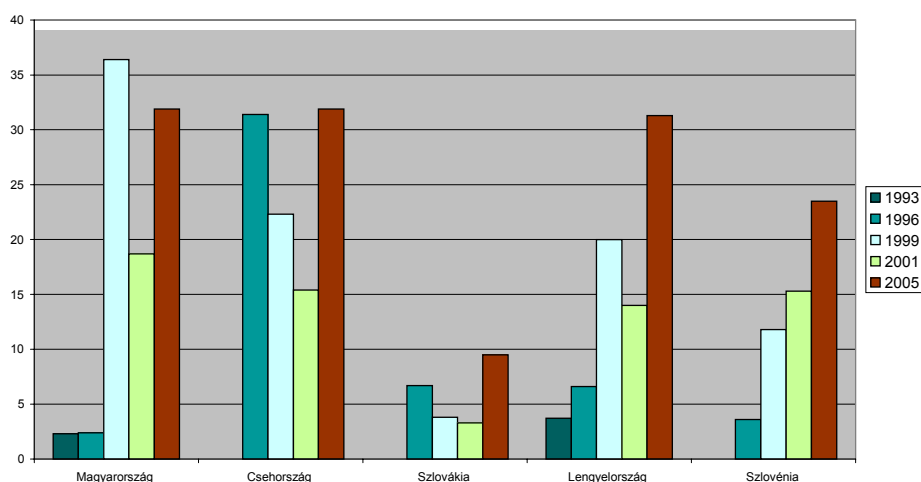
Forrás: Kopint-Datorg, 2003

Mára valamennyi átmeneti gazdaság bankszektorában domináns teret nyert a külföldi tőke, s a végeredmény egy, az EU országokban szokatlanul magas külföldi tulajdonosi dominancia lett (kivétel: Szlovénia).

A fejlett országok csoportjából csupán Új-Zélandban és Luxemburgban, egyébként pedig csak néhány fejlődő országban találunk ilyen magas külföldi dominanciát a bankszektorban. Az EU- tagországok közül csupán Nagy-Britanniában és Írországbban haladja meg némileg a külföldi tulajdon aránya az 50%-ot, az összes többi országban az arány messze kisebb: az országok 60%-ában 10% alatt van [Kopint-Datorg, 2003].

5.1.1.2. A tőkepiac intézményei és működésük a rendszerváltó országokban

A bankrendszeren keresztül történő tőkeallokáció korlátozott volta azért is különösen problematikus, mert a tőkepiac egyéb allokációs csatornái ezekben az országokban még nem, vagy nagyon kezdetlegesen működnek. A bankrendszeren kívüli tőkeallokáció egyik legfontosabb intézménye a tőzsde, amely mindegyik rendszerváltó országban már az évtized első felében létrejött és működni kezdett. Ezen tőzsdéknek azonban közös vonásuk, hogy viszonylag alacsony a bevezetett vállalatok száma, ezek közül is néhány nagyobb hazai vállalat alkotja a többnyire csekély forgalom túlnyomó részét, alacsony a tőzsde likviditása, s az első években az állampapír-forgalom dominálta a kereskedés nagyobb részét. Bár a tőzsdei kapitalizáció a 90-es években gyorsan nőtt, a 2000-es nemzetközi visszaesés drasztikusan csökkentette a kelet-európai tőzsdék árfolyam-emelkedését és forgalmát is. A tőzsdei kapitalizáció/GDP arány a fejlett országokhoz viszonyítva alacsonynak tekinthető.



14. ábra A tőzsdei kapitalizáció alakulása a GDP %-ában a közép-kelet-európai országokban

Forrás: EBRD Transition Report 2006.

Az ábra jól illusztrálja a gazdasági átmenet azon sajátosságát, hogy egyik évről a másikra jelentősen megváltozhat bármely ország pozíciója egy adott gazdasági területen, vagyis nehéz általánosítható trendeket megfogalmazni és óvatosan kell bánni a nemzetközi összehasonlításokkal. Az alábbi táblázat jól érzékelteti, hogy a tőkepiac szabályozásának torvényi szintjén Magyarország első volt a térség országai között.

19. táblázat A tőkepiac szabályozásának és egyes intézményei létrehozásának főbb lépései a rendszerváltó országokban

	Tőzsde indulása	Értékpapírtörvény bevezetése (új tőkepiaci törvény)	Nyugdíjreform (Több pilléres rendszer bevezetése)	Tőkepiaci felügyelet (Integrált pénzügyi felügyelet)
Magyarország	1990	1990(1997)(2001)	1996	1995(1997)
Csehország	1993	1992(2001)	(1994)	1998
Szlovákia	1993	1994 (2002)	n.a.	(2000)
Lengyelország	1991	1991(1997)	1999	1999
Szlovénia	1989	1994(1999)	2000	1994, 2000a

a: független biztosítási felügyelet létrehozása

Forrás: [Koint-Datorg, 2003. 251. old.]

5.1.1.3. Vállalatfinanszírozás és tőkeszerkezet a közép-kelet-európai térségben

A banki és tőkepiaci folyamatokat a nagymértékű változás, felzárkózás jellemezte az elmúlt 15 évben. A vállalatokat is legjobban az átmeneti jelzővel lehet illetni a finanszírozási, tőkeszerkezeti tendenciákat illetően.

Milyen sajátosságokat lehet megfigyelni a finanszírozás terén a közép-kelet-európai térségben? Több szerző is megjegyzi [például Csermely 1996, Cornelli 1996], hogy az átmeneti országokban – amelyekre egyébként is meglepően alacsony tőkeáttétel volt a jellemző – az átmeneti időszak elején még inkább csökkent a leverage nagysága. A kilencvenes évek elején egyértelműen az erőteljes külső tőkebevonás jellemezte ezen országokat, s a tőkeszerkezetben a részvénytőkének volt a legnagyobb szerepe. A kilencvenes évek közepétől kezdődően egyre inkább a belső források kezdenek dominálni, köszönhetően a növekvő nyereségességnek, illetve az adózott eredmény nagymértékű visszaforgatásának. Ebben a tendenciában mindenképpen érződik a privatizáció csökkenő dinamikája is. A belső források fontossága erősebb ezekben az országokban, mint máshol, holott az alacsony csőd költségek és az adózási megfontolások magasabb tőkeáttételt indokolnának, mint a nyugati országokban [Cornelli et al., 1996]. Ez a nézet azonban nélkülözi azt az aspektust, hogy az alacsony csőd költség növelheti az erkölcsi kockázatot (moral hazard) s a bankoknak célszerű óvatos hitelkihelyezési gyakorlatot folytatni emiatt (is). Mc Kinnon [1993] szerint az átmenet első szakaszában a banki hitelezésnek a csekély szerepe azért volt indokolt, mert így elkerülhetővé vált a banki hitelportfólió nagyarányú romlása a nagyfokú információs aszimmetria miatt. A közép-kelet-európai országok tőkeszerkezetét vizsgáló szerzők többsége (pl. Csermely 1996, Cornelli et al. 1996, Revoltella

1998) szintén felhívja a figyelmet a súlyos információs aszimmetria problémájára a banki finanszírozás területén. Ez a probléma a fentebb felsorolt okokra is visszavezethető. Ezt a súlyos problémát azáltal is igyekeztek enyhíteni a bankok, hogy a külföldi befektető jelenlétét a vállalatban pozitív jelzésként értékelték. 1995 után ennek a szerepe elhalványult a banki információs rendszerben.

A tőkeszerkezet befolyásoló tényezői kapcsán a következő megállapításokat tették a szerzők: A közép-kelet európai országokban a **nyereséges** vállalatok igyekeztek elkerülni a drága hitelfelvételt [Revoltella, 1998, Csermely, 1996]. Főleg a kevésbé nyereséges cégek fordultak a bankokhoz hitelért, a nyereségesebb cégek más - főleg saját - forrásokból igyekeztek finanszírozni beruházásaikat. Revoltella a cseh tőzsdei cégek eladósodását vizsgálta. A vállalati **méret** és az eladósodottság között pozitív, míg a nyereségesség és az eladósodottság között negatív kapcsolatot talált.

Az **eszközök összetétele** tekintetében a vizsgálatok szintén érdekes eredményre jutottak. A vizsgálatok nagy része nem mutatott pozitív összefüggést a tárgyi eszközök nagysága és az eladósodottság között, hanem inkább az ellenkezőjét. [Cornelli et al. 1996] Aminek a magyarázatát abban lehet megtalálni, hogy egyrészt a felzárkózó országokban az eszközök másodlagos piaca nem vagy gyengén működött, másrészt a felszámolási eljárások lassúak voltak s nem működtek hatékonyan.

Hussan-Nivorozhkin [1997] lengyel példa alapján az mondja ki, hogy a *tőkeáttétel nő* a vállalat méretével, a külföldi tulajdon nagyságával, a tulajdon koncentrálttságával.

Lengyel és magyar tőzsdei vállalati adatok alapján állapítja meg Devic-Krstic [2001], hogy a vállalati méret és a tőkeáttétel, valamint a tárgyi eszköz arány és a tőkeáttétel között *pozitív* irányú a kapcsolat a vizsgált mintán, ami a trade-off elméletet támasztja alá. Ugyanakkor a nyereségesség és a tőkeáttétel között – más tanulmányokhoz hasonlóan – negatív korreláció mutatkozik, a hierarchia elméletet erősítve.

Áttekintve a közép-kelet-európai országok finanszírozási és tőkeszerkezeti tendenciáit, a következő fontos folyamatok zajlottak le:

- A pénzügyi szektor megerősödött méretében és tevékenységében, de még bizonyos területeken alulfejlettség jellemzi; további intézményi reformok szükségesek.

- A külföldi bankok belépése pozitív hatással volt az egyes közép-kelet-európai országok bankrendszerének hatékonyságára és stabilitására.
- A banki finanszírozás sok vállalat számára elérhetetlen, különösen a kis- és középvállalkozások közül.
- A vállalati szektornövekedést mutatott, a magántőke pozitív szerepet játszott a vállalatok átstrukturálásában.
- A részvénytőke piac fejlődését mutatták fel ezekben az országokban, de jelentőségük még csekély s gyakran illikvidek; a kontinentális, bank-bázisú rendszer dominál.

5.1.2. Finanszírozási és tőkeszerkezeti tendenciák Magyarországon az 1990-es évek elejétől napjainkig

A magyar adatok alapján három korszakra osztottam fel az elmúlt időszakot az alapján, hogy a vállalatfinanszírozásban és a vállalati tőkeszerkezetben milyen jellemző változásokat figyeltem meg. A felosztás a következő:

I. 1987-1995: A gazdasági átalakulás, a tömeges privatizáció időszaka, a vállalati saját tőke fontossága

A korszak jelentőségét a gazdasági, szabályozási, politikai rendszer megalapozása adja, mely által lehetővé vált a privatizáció és a modern gazdaság kialakulása. A vállalatok finanszírozási szerkezetét hosszabb távon jelentősen befolyásoló átalakulás egyik fontos állomását jelentette a kétszintű bankrendszer kialakulása, hiszen a tervek teljesülését elősegítő hitelek leosztása helyett a vállalatok gazdálkodását, hitel visszafizető képességét vizsgáló adóssminősítési rendszer alapján történt a hitelek odaítélése. Az adóssminősítési rendszer finomítása, tökéletesítése hosszú évekbe telt a kereskedelmi bankoknál. Tőkeszerkezeti szempontból (is) a másik fontos állomás a privatizáció időszaka, amikor lehetősége volt a vállalatoknak friss tőkéhez jutnia.

II. A kilencvenes évek második fele: a tőkeáttétel gyors növekedése

A kilencvenes évek első felében létrejöttek a biztonságos hitelezés szabályozói, intézményi feltételei. A többségében külföldi tulajdonban lévő bankok megfelelő forrásokkal álltak a vállalatok rendelkezésére, amelyek átszervezése, tulajdonosi viszonyainak rendezése is megtörtént. 1996-tól a magyar gazdaság is tartós növekedési pályára lépett, és egyensúlyi helyzete is javult. A vállalati szektor hitelképességét így a korábbinál kedvezőbb piaci

kilátások is erősítették, miközben a bankok hitelezési kockázata mérséklődött, hitelezési hajlandósága is sokat javult. A vállalatok éltek a külföldi hitelfelvétel kedvező lehetőségével. A tőkeáttétel növekedése mögött a vállalati beruházási kedv növekedése állt.

III. Tőkeszerkezet az új évezredben – felzárkózás az európai átlaghoz

Erre az időszakra már érvényes, hogy a magyar vállalatok tőkeszerkezete hasonló az Európai Unió átlagához. A magyar vállalati szektor eladósodottsága nemzetközi összehasonlításban nem tekinthető magasnak, noha erre az időszakra is a hitelek növekedése jellemző a vállalatok forrásai között. Ennek eredményeképpen a korábban kifejezetten alacsony tőkeáttétel elérte a fejlettebb országokra jellemző értékeket.

Az alábbiakban az egyes korszakok fő jellemzőit mutatom be.

5.1.2.1. I. 1987-1995: A gazdasági átalakulás, a tömeges privatizáció időszaka - a vállalati saját tőke fontossága

A gazdaság működését szolgáló alapvető törvények megalkotása és a vállalati átalakulás végrehajtása jellemezte a vállalati tőkeszerkezet szempontjából (is) fontos első szakaszt. A gazdasági folyamatok kedvezőtlen alakulása (a GDP alacsony szintje, a fizetési mérleg kedvezőtlen alakulása) rákényszerítette az országot a strukturális reformok felgyorsítására. 1987-ben Magyarországon kétszintű bankrendszer alakult ki. A banki szolgáltatásokat fokozatosan liberalizálták, és engedélyeket adtak ki új magánbankok alapítására. 1991-ben a parlament elfogadta a pénzügyi törvényt. Ennek köszönhetően a magyar bankok szabályozását az Európai Közösség követelményeinek megfelelően modern banktörvény biztosította. Ebben az évben megalakult a bankfelügyelet intézménye is. A magyar biztosítási szektort szintén nagymértékben decentralizálták. Minden hazai biztosító társaság vezető nemzetközi biztosítók ellenőrzése alá került. A nem banki tőkepiac ismételt kialakítása már 1982-ben megkezdődött, legalábbis a törvényi szabályozás szintjén. Az első részvények 1989-ben jelentek meg. Ezzel egy időben számos újító jellegű intézkedés bővítette mind a bankrendszeren belül, mind pedig azon kívül az értékpapírok választékát (kincstárjegyek, diszkont papírok, váltók, letéti jegyek, befektetési jegyek stb.). Az első brókercégek is ebben az időszakban alakultak meg. 1990 januárjában fogadta el az országgyűlés az értékpapírtörvényt, mely az értékpapírok nyilvános forgalomba hozatala mellett a tőzsde megalakításának és működésének feltételeit, az értékpapírpiacon fölötte állami ellenőrzést is

szabályozta. Létrejött az Állami Értékpapír Felügyelet, majd 1990 júniusában megalakult (ismét) a Budapesti Értéktőzsde.

A jól működő piacgazdaság lelke a tőkepiac, s a kereskedelmi bankok minden fejlett piacgazdaságban a tőkepiac alapvető pillérei. A három legnagyobb magyar kereskedelmi bank (Magyar Hitel Bank Rt, Kereskedelmi és Hitelbank Rt, Budapest Bank Rt) azonban a kilencvenes évek elején pénzügyileg gyenge, döntő részben állami tulajdonú intézmény volt, amelyet erősen terheltek a rossz hitelek (ezek egy részét az előző rendszertől örökölte). E bankok ennél fogva nem tudták betölteni a tőkepiacon valódi szerepüket. A magyar gazdaság így a rossz egyensúly csapdájában vergődött, ahol a veszélyeztetett pénzügyi szektorhoz gyenge reálgazdaság társult. A feladat olyan rövidtávú gazdaságpolitikai intézkedések kidolgozása lett volna, melyek megerősítik a bankszektor, s elmozdítják a gazdaságot a jó egyensúly irányába, amelyet az egészséges pénzügyi szektor és az erős, mozgékony reálgazdaság jellemez. [Bonin-Schaffer, 1996]

1988-89-ben három alapvető törvény készítette elő a terepet a nagyarányú privatizáció számára:

- A társasági törvény (1988. évi VI. tv.) ismét bevezette a korlátolt felelősségű vállalati formát, a vállalat mértétől és a tulajdonos nemzetiségétől függetlenül lehetővé tette magánvállalatok alapítását.
- A külföldiek befektetéseiről hozott törvény (1988. évi XXIV. tv.) meghatározta a külföldi részvény, illetve tőke tulajdonosok jogait, korlátozásoktól mentes jogot biztosított számukra a meglévő magyar vállalatokban érdekeltség szerzésére, továbbá új vállalatok alapítására. Ugyanez a törvény széleskörű adózási kedvezményeket nyújtott külföldi befektetők számára.
- Az átalakulási törvény (1989. évi XIII. tv.) szabályozta az állami vállalatok részvénytársasággá történő átalakulását.

A strukturális változások jelentős elemét a liberalizálás képviselte, amely kiterjedt az árak, a bérek, a behozatal feletti ellenőrzés és a devizagazdálkodás teljes átalakítására is.²⁰

²⁰ A korábbi időszakban a vállalat igazgatók kezét számos adminisztratív szabály kötötte meg (pl. az árak, a bérek, a behozatal korlátozása, a vállalatok pénzügyi eszözeinek felhasználására, vagy a munkaügyi döntésekre vonatkozó korlátozások, a csődtörvény hiánya, valamint az, hogy az igazgatók a vállalatok felügyeleti szerveinek alkalmazásában álltak). Ezeket a kötöttségeket és korlátozásokat 1985 után fokozatosan megszüntették és 1989-ben ár-, bér- és importliberalizálási hullám indult meg. 1991-ben a széleskörű deregulációs intézkedések

A reform lépések közé tartozott a pénzügyi fegyelem megszilárdítása mikrogazdasági szinten is. A kormány ártámogatás-csökkentő politikája miatt, valamint a KGST 1991. évi összeomlását követően számos belföldi cég fizetőképessége kétséssé vált. Minden vállalkozás igen jelentős kockázatot kényszerült vállalni a vállalatok értékelését megfelelően szabályozó törvények és a kielégítő csődszabályozás hiánya miatt. A Magyarországon történtek azért különösen érdekesek, mert a hatóságok itt „törvényhozási sokkterápiát” [Ábel-Bonin, 1994] alkalmaztak. Ezt ugyan esetenként ajánlani szokták hasonló helyzetben lévő országoknak, de a gyakorlatban csak ritkán próbálják ki. A magyar helyzet különlegessége abban állt, hogy a gazdaság még ki sem heverte a két előző reálgazdasági sokkot, vagyis a transzformációs válságot és a KGST kereskedelem összeomlását, s így érte az 1992 elején bevezetett három új törvény:

- A számviteli törvény (az 1991. évi XVIII. tv.) a nemzetközi számviteli elvekkel összhangban lévő, olyan számviteli szabályokat rögzít, amelyek alapján megbízható és valós összképet biztosító tájékoztatás nyújtható a törvény hatálya alá tartozók jövedelemtermelő képességéről, vagyonának alakulásáról, pénzügyi helyzetéről és jövőbeli terveiről.
- A csődtörvény (1991. évi II. tv) a fizetésképtelen gazdálkodó szervezeteknek csőd eljárás útján történő újjászervezésére, ha pedig ez nem lehetséges, felszámolás útján való megszüntetésére biztosít szabályozást, valamint a fizetőképessé, de tevékenységüket megszüntető gazdálkodó szervezetek végelszámolásának szabályozására és a hitelezői érdekek védelme érdekében.
- A pénzintézeti törvény (1991. évi LXIX. tv) a megtakarítások ösztönzése, a betétesek, a befektetők pénzintézetek iránti bizalmának növelése, a pénzintézeti rendszer

hatására a belföldi és az importált termékek és szolgáltatások több mint 90%-ának ára a liberalizált kategóriába került. Az árak, a bérek és a behozatal feletti ellenőrzést a versenytörvény hatáskörébe helyezték át 1990-ben. A devizagazdálkodásban végrehajtott reformok szintén fontos szerepet játszottak a strukturális átalakulásban. A központi tervgazdaság időszakában igen szigorú deviza jogszabályok voltak érvényben. A belföldi bankokban 1989-től magánszemélyek is elhelyezhettek valutában betéteket. 1990-ben a kereskedelmi bankok felhatalmazást kaptak arra, hogy kereskedelmi szolgáltatásaikhoz kapcsolódóan deviza ügyleteket bonyolítsanak le, valamint belföldi vállalatoktól devizában betéteket gyűjtsenek, 1993 júliusában megnyílt a bankközi devizapiac.

1988-ban az adórendszert teljesen átalakították. Bevezetésre került a személyi jövedelemadó rendszere. Az adópolitika új eleme volt ugyanakkor a fogyasztás adóztatásának (ÁFA) előtérbe kerülése. A társadalombiztosítási rendszert a központi költségvetésről leválasztották.

működőképességének, megbízhatóságának, a pénzintézeteknél elhelyezett betétek biztonságának fokozása, a gazdaság működtetéséhez, fejlesztéséhez szükséges hiteltőke biztosításának, illetve a pénzfolyamatok zavartalanságának elősegítése céljából jött létre.

Az 1992-es csődtörvény kettős célt szolgált. A csőd és felszámolási eljárások elősegítették először is a bajban lévő vállalatok átszervezését, illetve megszüntetését, ezáltal pedig a hitelezők igényeinek lehetőség szerinti kielégítését. Az 1992-93-ban lezajlott tömeges vállalati felszámolások, valamint a romokon újjászületett, illetve zöldmezős beruházásokkal alapított cégek gyökeresen új vállalati struktúrát hoztak létre. A rendszerváltást követő fenti reformok megeremtették a piacgazdaság alapjait. 1990 után Magyarország gyorsan tudott váltani, és beilleszkedett Európa vérkeringésébe.

A vállalati *forrás struktúra* tekintetében elmondható, hogy ebben az időszakban is a saját forrásoknak volt döntő jelentősége. A vállalatok közel fele (44,6%) hitel nélkül gazdálkodott [Mérő (a), 1989]. Egy 1987-re vonatkozó kutatás 2136 vállalat adatainak a felhasználásával a következő forrás szerkezetet állapította meg a magyar vállalatok esetében:

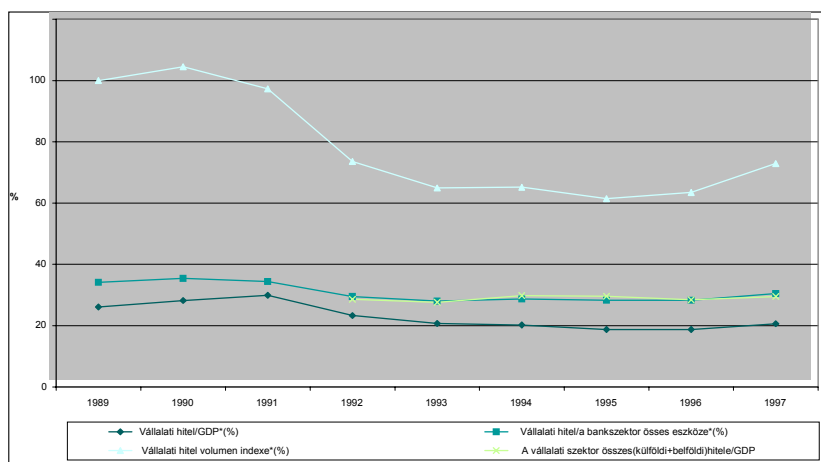
20. táblázat A magyar vállalatok forrásszerkezete 1987-ben

Az egyes forráselemek a mérlegfőösszeg %-ában	
Saját vagyon	63,4%
Forgóeszközhitel	9,7%
Szállítóállomány	8,8%
Beruházási és fejlesztési hitel	3,8%
Állami kölcsön	2,4%
Factoring és váltó	0,6%
Hitelezők	0,5%
Kötvények	0,4%
Költségvetési juttatások	0,5%
Összes vizsgált forrás	90,2%

Forrás: Mérő (b), 1989. 1085. old.

A táblázat értékeléséhez a következőket érdemes megjegyezni: A saját vagyon különféle elemekből tevődik össze. A vállalat induló vagyonán, saját erőből felhalmozott vagyonán, illetve a beruházási hitelből megvalósult vagyongyarapodásoknak a már visszafizetett hitellel szemben álló részén túl különféle állami pénzek is a vállalati saját vagyon részét képezték. Így például, ha egy vállalat állami alapjuttatásban részesült, akkor a juttatás értéke azonnal gyarapította a vállalat saját vagyonát. Ha egy vállalat felhalmozási célú költségvetési juttatást kapott, akkor aktiválás után a juttatás szintén a vállalati saját vagyon részévé vált. A magas saját vagyon ellátottság tehát nem feltétlenül azonos azzal, hogy a vállalat eszközeivel szemben a vállalat önfinanszírozása állt. A másik figyelmet érdemlő tétel a szállítóállomány magas aránya, amely a vállalati fizetési fegyelem hiányáról tanúskodik. A költségvetési juttatások 0,5%-os aránya csalóka képet mutat, ugyanis a beruházási juttatásoknak csak azt a részét tartották itt nyilván, amelyek még a nem aktivált beruházásokhoz tartoztak. Aktiválás után ez a forrás a vállalat saját vagyon lett. Tehát a ténylegesen nyújtott költségvetési támogatások összege ennél jóval magasabb lehet. [Mérő (b), 1989].

A 90-es évek első felében hozott *vállalati tőkestruktúra döntéseket* jelentősen befolyásolta a pénzügyi közvetítő intézmények ugyanazon időben végbemenő térvesztése. A kilencvenes évek elején a hazai bankrendszer néhány alultőkésített, állami kereskedelmi és beruházási bankot jelentett jelentős nagyságú rossz hitel portfólióval. Az 1992-ben hatályba lépett szigorú csődtörvény szinte lehetetlenné tette a rossz hitelek meghosszabbítását, felszínre hozva a bankrendszer alultőkésítettségét. Ezen túlmenően a törvényi előírásoknak megfelelően 8%-os tőkeellátottsági mutatót kellett elérni a bankoknak 1993-tól. Ezen intézkedések felemésztették a magyar bankrendszer szinte teljes tőkéjét. Ez vezetett a bank és hitel konszolidációhoz, melynek eredménye a banki portfóliók megtisztítása lett, a rossz hiteleket a bankok államkötvényekre cserélték. A 90-es évek elején a források közül meghatározó szerepe a külföldi működő tőkének, a nemzetközi vállalatok anyacégtől felvett hitelének és a saját forrásoknak volt.



15. ábra A vállalati hitelek jellemző adatai 1989-1997

*a hazai bankszektor által folyósítva

Forrás: Csermely- Vincze [1999] 7. old.

A 90-es évek elején a *vállalatfinanszírozás* egyik legfontosabb jellemzője a forrásszűke.

Jelentős csökkenés figyelhető meg a hitelek reálértékében. Ez a csökkenés keresleti és kínálati okok miatt is bekövetkezhetett. *Kínálati oldalon*, a bankok részéről ez a „hiteladagolás”²¹ úgy nyilvánult meg, hogy a bankok nagyon óvatos hitelezőkké váltak. Ennek oka lehetett egyrészt a vállalati privatizációk miatti bizonytalanság, másrészt a jogi környezet változása, harmadrészt pedig a banki források hiánya. A bankok nem akarták már a veszteséges vállalatokat finanszírozni, inkább a biztonságos állampapír befektetéseket választották. Ilyen körülmények között a külföldi vállalati befektetés fontos jelzésként szolgált a bankok számára a hitelképesség megállapításánál. Azon külföldi vállalatok, akik ugyanabban az iparágban tevékenykedtek, mint a magyar vállalat kellő szaktudással rendelkeztek a vállalat megítéléséhez. Amennyiben a külföldi befektető részesedést vásárolt egy magyar vállalatban, ez a tény fontos információt jelentett a bankok számára – jelzésként szolgált - a vállalat megfelelő működéséről. Az is fontos tény, hogy a bankok forrásszűke miatt visszautasítottak hitelképes vállalatokat is. Ebben az időszakban nagyon kemény követelménynek bizonyult a 8%-os tőkeellátottsági mutató teljesítése.

Komoly problémaként jelentkezett tehát a vállalatfinanszírozással kapcsolatban:

- az aszimmetrikus információk problémája

²¹ A hiteladagolás elméleti háttéréről lásd: [Stiglitz-Weiss, 1996].

- a kontraszelekció
- a potenciális hitelezők szaktudásának hiánya és kevés gyakorlata
- a törvényi keretek hiányosságai
- rossz törvényi végrehajtás
- rendezetlen tulajdonosi viszonyok
- a preferenciák bizonytalansága.

Keresleti oldalon a privatizált vállalatok hitelfelvétele is nagyobb körültekintéssel történt, hisz ezen vállalatok már csődbe mehettek (keményebb a költségvetési korlátjuk). A vállalatok, amennyire csak lehetett, tartózkodtak a túlzott hitelfelvételtől. Ez a magatartás nem a szigorú pénzügyi fegyelem jele volt, hanem a váratlan piaci változásokkal és a szigorú csődtörvénnyel szembeni védekező mechanizmus.

A privatizáció miatti *tulajdonosváltás* megváltoztatta a tulajdonosok preferenciáit és forrásbevonási lehetőségeit is. A 90-es évek elején a vállalatok tőkeösszetételében beállt változást meghatározó legfontosabb tényező a tulajdonosi szerkezet átalakulása volt [Csermely, 1996]. A tulajdonosi jogok megszerzéséhez kötődő tőkeemelés finanszírozta a vállalatok forrásbevonásának közel felét. A privatizáció kezdetére jellemző értékpapír formájú vagyonértékesítés, főként a nagy állami cégek esetében részint az állami stratégia eleme, a külföldi tőke vonzására, részint a gazdaságban jelentkező hitel hiány következménye. 1992-ben történt a legnagyobb mértékű tőkeemelés, majd évről évre csökkent a finanszírozó szerepe, és a növekedés alternatív forrásai kerültek előtérbe. Így növekedett a saját források finanszírozó szerepe, ami elsősorban a jövedelmezőség javulásának volt köszönhető, de a megtermelt adózott eredmény visszaforgatási aránya is növekedett. A visszatartott eredmény és az amortizáció dominanciája a hierarchia elmélet érvényességét támasztja alá. 1994-ben az adózott nyereség kétharmadát forgatták vissza a tulajdonosok a vállalkozásukba.

Az intézményi és szabályozási feltételek hiányosságai és korlátai miatt a nem banki hiteleszközöknek csak kis szerep jutott. Az új finanszírozási lehetőségek közül egyedül a devizahitelek finanszírozó szerepe lett jelentős.

A belföldi orientációjú vállalkozásokkal összehasonlítva az exportáló és a vegyes vállalati formában működtetett vállalkozásoknak kedvezőbb lehetőségei voltak hitelek felvételére és

az exporttevékenység és a külföldi tulajdon alacsonyabb forrásköltséggel is együttjárt. A vállalati kölcsönzött források piacának legfontosabb szereplői a bankok voltak. Az új hitelkihelyezések 78-87%-a rövid lejáratú forrás volt. A banki forrásokra alapozott vállalati növekedés szempontjából a legfontosabb tényező a bank és ügyfél közötti tartós kapcsolat kialakítása. Igen jellemző ebben az időszakban a hitelek rulírozása, amelyek alkalmasak voltak arra, hogy a vállalkozások projektfinanszírozási célra is felhasználják. Ugyanakkor a rövid lejáratú források rulírozása nem volt automatikus, így a vállalatnak jelentős kockázati tényezővel kellett számolnia.²² [Csermely, 1996]

A bankrendszer által kínált hitel volumene, struktúrája és magas költsége miatt nem valósult meg a vállalatoknál a *lejáratilteskedés* elve. A hosszú lejáratú hitelek hiánya miatt a vállalatok rákényszerültek, hogy rövidlejáratú forrásokkal finanszírozzák hosszú lejáratú eszközeik egy részét.

A fejlett országokra készült empirikus tőkeszerkezeti kutatásokban jellemzően a magas **tárgyi eszköz állománnyal** rendelkező vállalatoknak magasabb a tőkeáttétele, pozitív korreláció figyelhető meg az eszközök tárgyiassága és a tőkeáttétel között. Magyarországon azonban nem ez a jellemző ebben az időszakban. Cornelli [1999] kutatásában negatív korrelációt mutatott ki a tárgyi eszközök nagysága és a tőkeáttétel között. Ennek magyarázata az lehet, hogy a szocialista tervgazdaságtól örökölt eszközállomány nem jelentett valós piaci értékét, annál is inkább, mivel a tárgyi eszközöknek nem volt másodlagos piacuk.

A 91-94-es időszakban a vállalkozóknak nyújtott hitelek kamata magasan meghaladta a vállalkozások eszközarányos nyereségét, így egy átlagos jövedelmezőségű vállalat esetén a tulajdonosok jövedelme csökkent, ha a vállalkozás hitelt vett fel [Csermely, 1996]. A tulajdonosok jövedelme akkor nőtt, ha csökkentették adósságukat. Érdekes volt tőkét emelni, s abból adósságot visszafizetni, azaz a tőkeáttétel nagyságát csökkenteni. A legjövedelmezőbb vállalkozások tartózkodtak a hitelek felvételétől, mivel a tőkeáttétel

²² Nagyfokú bizonytalanság, pl. változékony infláció esetén mindkét félnek érdeke lehet rövidebb periódusra rögzíteni a hitel feltételeit, mivel a hozamgörbe rövid végén kisebb kockázati komponenst kell megfizetni, ezért a rövidlejáratú hitelek hosszúlejáratú forrásoknál olcsóbb finanszírozási lehetőséget jelenthetnek.

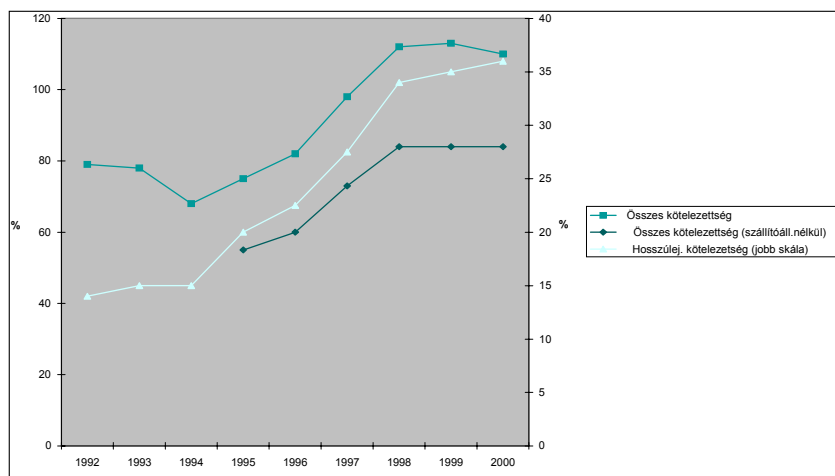
növeléséből fakadó többletjövedelemnél fontosabbnak ítélték meg a bevétel és a kamatszint várható ingadozásából fakadó kockázat csökkentését a tőkestruktúra kialakítása során.

5.1.2.2. II. A 90-es évek második fele – a tőkeáttétel gyors növekedése

Az 1996-os évre a hazai hitelexpanzió kezdete és az erőteljes külföldi hitelezés volt jellemző, amely 1997-re olyan módon változott, hogy a külföldi hitel jelentősége csökkent, a hazai bankszektor vállalati hitelezési tevékenysége pedig megerősödött.

A pénzügyi liberalizációval és a prudens működés szabályozásával párhuzamosan a bankrendszer tulajdonosi struktúrája is gyökeres változáson ment keresztül. Az 1990-es évek elején a hazai bankrendszer néhány állami tulajdonú kereskedelmi és beruházási bankot foglalt magába, míg 1995-96-ban radikálisan megváltoztak a tulajdonviszonyok. A külföldi tulajdonosok elvégezték a bankok feltőkésítését is. Ezek a bankok nyújtották a hiteleket a külföldi részesedéssel bíró vállalatoknak, ahol a külföldi vállalati tulajdonos az általa jól ismert bankhoz fordult hitelért. A hazai bankok kevés hosszú távú forrással rendelkeztek, a likviditási kockázat csökkentése érdekében rövid lejáratú hiteleket nyújtottak elsősorban.

1996 végére a hazai bankszektor 85 %-a külföldi ellenőrzés alatt működött. A hazai pénzügyi közvetítés fellendülése kezdődött ettől az évtől, a hitel a magyar bankrendszeren keresztül áramlott a vállalatokhoz. Ennek fő előnye az volt, hogy a helyi sajátosságok ismerete miatt a bankok sokkal hatékonyabb monitoring tevékenységet tudtak folytatni.

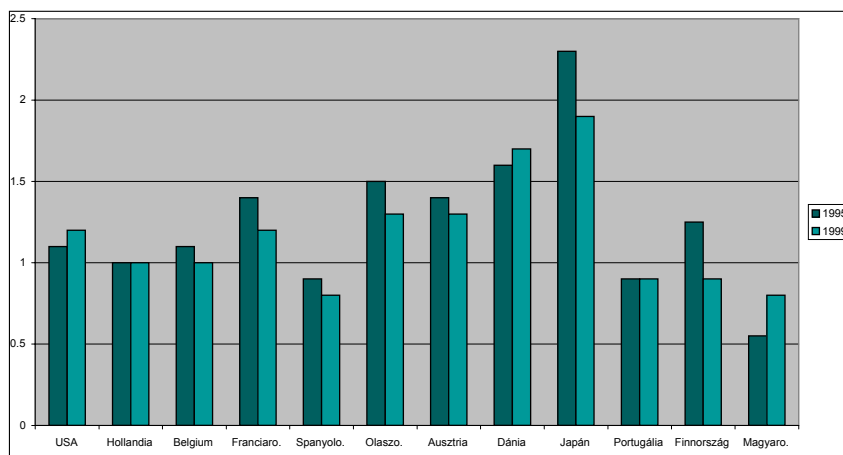


16. ábra Kötelezettségek a saját tőkéhez viszonyítva 1992-2000

Forrás: MNB Stabilitási Jelentés 2001. november 21. oldal

A vállalati tőkeáttétel növekedését leginkább a vállalati beruházási aktivitás fokozódása indukálja. A vállalatok általában idegen forrásból, leggyakrabban bankhitelből finanszírozzák beruházásaikat, hiszen egyrészt a részvénykibocsátásból történő finanszírozás jóval drágább, másrészt a szabad saját források rendszerint nem fedezik a finanszírozási szükségletet. A vállalati szektor tőkeáttétel növekedése 1997-1999 között volt a legdinamikusabb. Ez nem meglepő, hiszen ezt az időszakot általános fellendülés jellemezte, ami éreztette hatását az egész vállalati szektorban is. Ezekben az években volt a leggyorsabb a vállalati beruházások növekedés is.

A magyar vállalati szektor eladósodottsága *nemzetközi összehasonlításban* továbbra sem mutatkozott magasnak, noha az 1995-2000 közötti időszakot az eladósodás gyors emelkedése jellemezte. Ennek eredményeképpen a korábban kifejezetten alacsony vállalati tőkeáttétel megközelítette a fejlettebb gazdaságokra jellemző értékeket.



17. ábra Az összes kötelezettség (szállítóállomány nélkül) a saját tőkéhez viszonyítva néhány fejlett országban és Magyarországon

Forrás: MNB Stabilitási Jelentés 2001. 20. oldal

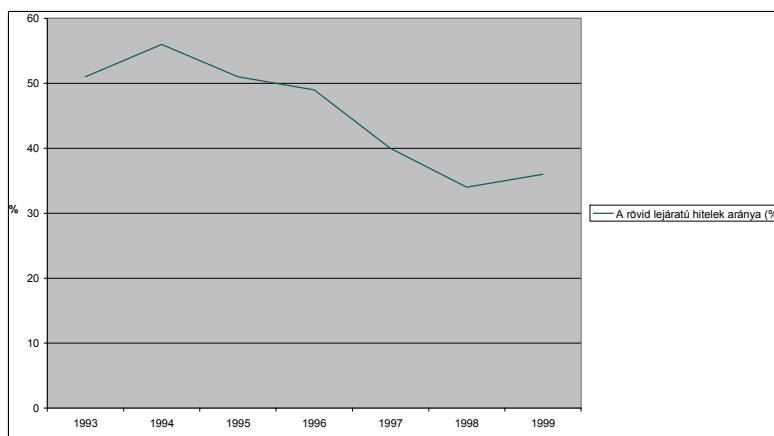
Az idegen források egyre jelentősebb finanszírozási szerepe részben arra vezethető vissza, hogy a makrogazdasági feltételrendszer stabilizálódása és a kockázatok ezzel párhuzamos mérséklődése nagyobb tőkeáttételt tesz lehetővé a már működő vállalatok esetében. Szintén hozzájárult a tőkeáttétel növekedéséhez, hogy a hazai vállalatok eddigi regionális vállalat-felvásárlásait jellemzően nem tőkeemeléssel, hanem banki vagy tulajdonosi hitel felvételével, ritkábban kötvénykibocsátással finanszírozták.

A vállalati szektor még mindig mérsékeltnek tekinthető eladósodottsága kedvező volt a pénzügyi rendszer stabilitása szempontjából. Kedvezőtlen azonban, hogy a hitelállomány jelentős része még ebben az időszakban is veszteséges vállalatokat finanszírozott. A teljes nem pénzügyi vállalati szektor összes hosszú lejáratú kötelezettségének 30%-a, összes rövid lejáratú hitelének és kölcsönének pedig 45%-a olyan cégeket finanszírozott, amelynek negatív volt a működési cash-flowja vagy nagyon magas a cash-flow arányos kamatterhe [MNB Stabilitási Jelentés 2001].

Elmondható azonban, hogy a magyar gazdaság fellendülésével párhuzamosan a kilencvenes évek második felében a vállalatok pénzügyi fegyelme nagymértékben javult. Ennek következtében a bankok olyan vállalati csoportokra is kiterjeszthették ügyfélbázisukat, amelyeket korábban elkerültek, vagyis a középvállalkozásokra. Fontos tényező volt a változó preferenciarendszerben az a tényező is, hogy a bankok igyekeztek kiépíteni információs

rendszerüket. A közepes méretű vállalatokat kellően nagyoknak találták az ellenőrizhetőséghez, amelyek azonban nem rendelkeztek professzionális pénzügyi apparátussal. Így a bankok nagyobb kamatot tudtak elérni a közepes méretű vállalatoknak nyújtott hitelekénél, mint a nagyvállalatokénál, mivel azok nem voltak eléggé felkészültek, hogy a hitelfeltételekről hatékonyan tudjanak tárgyalni. [Major, 2003]

A hitelek *lejáratí szerkezetében* kedvező irányú elmozdulás következett be. Míg 1994-ben a hitelek több mint fele rövid lejáratú volt, addig ez az arány 1998-99-re egyharmadára csökkent. [MNB Stabilitási Jelentés, 2000]. A hosszú lejáratú hitelek arányának növekedése ugyanakkor azt is jelzi, hogy a nem banki, tőkepiaci instrumentumok (kötvénypiac) továbbra sem a fejlett gazdaságokra jellemző mértékben vettek részt a vállalatok finanszírozásában.



18. ábra A rövidlejáratú hitelek aránya a vállalati hitelállományon belül 1993-1999

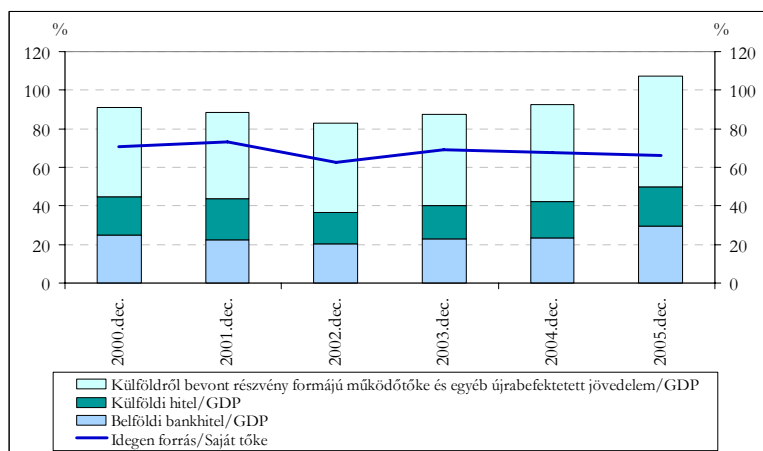
Forrás MNB Stabilitási Jelentés 2000. augusztus 16. oldal

Ennek a megállapításnak ellentmond egy átfogó tőkeszerkezet kutatás, melynek keretében a magyar feldolgozóipari vállalatok **1992-2001** évi adatai alapján vizsgálja a tőkeszerkezet alakulását a szerző [Balogné Balla Andrea, 2006]. Az egyedülálló vizsgálat megállapítja, hogy a magyar vállalatok tőkeszerkezetében meghatározó aránya a rövid lejáratú forrásoknak volt, míg a hosszú lejáratú források súlya tartósan alacsony a vizsgált tíz éves időtartam alatt. Céloom, hogy a dolgozatomban, a meglévő adatbázisom alapján megvizsgáljam a hitelek lejáratí struktúráját, s levonjam saját következtetéseimet.

Az előbb említett kutatás további fontos, a vállalati tőkeszerkezetre vonatkozó megállapításokat is tartalmaz. A szerző kutatásai során az alábbi következtetéseket is levonja: A vizsgált tíz éves időtartam alatt nem jellemző a vállalatokra a tudatos tőkeszerkezet politika, hiszen az idegen források nagy részét rövid lejáratú hitel képezi. Hosszú lejáratú forrásokhoz inkább csak a többségi külföldi tulajdonban lévő vállalatok juthattak vagy anyavállalati hosszú lejáratú kölcsön, vagy tulajdonosi tőkejuttatás formájában. A szerző fontos megállapítása, hogy a tőkeszerkezeti döntések elméleti alapjai nem magyarázhatók egyetlen teoretikus megközelítéssel, hanem a választásos elmélet (trade-off theory), az ügynök elmélet és az információs aszimmetria modellek egymást kiegészítve jellemzőek a magyar feldolgozóipari vállalatok tőkeszerkezet döntéseire. A tőkeszerkezet befolyásoló tényezői tekintetében a következő megállapításokat teszi a szerző: A magyar feldolgozóipari vállalatok összes hitel/összes eszköz arányként meghatározott tőkeáttételi mutatóját *negatívan* befolyásolja az **eszközök tárgyiassága, a jövedelmezőség, a likviditás, az átlagos adórátája, a termékek egyedisége, és a növekedési lehetőség.** *Pozitív* befolyással bír e mutatóra a **vállalat mérete, a jelzésérték** (amit a kifizetett osztalék/üzemi tevékenység eredménye hányadosaként definiál a szerző), az **eszközigényesség** (az árbevétel és az összes eszköz arányát jelenti), az **üzleti kockázat** (ROA szórása) és a **külföldi tulajdon nagysága.**

5.1.2.3. III. Tőkeszerkezet az új évezredben – felzárkózás az európai átlaghoz

A vállalatok tőkeáttétele a szektor fejlődésével és a pozitív konjunktúraciklussal összhangban, 2000-ben, 2001-ben növekvő tendenciát mutat. Ekkor az idegen tőke/saját forrás aránya meghaladja a 70%-ot. A vállalatok az addicionális forrás nagy részét hosszú lejáratú hitelből finanszírozták [MNB Stabilitási Jelentés, 2003. december]. 2002-ben azonban a globális dekonjunktúra hatásaként a vállalatok finanszírozási szükséglete lecsökkent, ami a tőkeáttétel kismértékű visszaeséséhez vezetett. 2002 után ismét enyhe növekedés figyelhető meg.



19. ábra A nem pénzügyi vállalatok eladósodottsága 2000-2005

Forrás: MNB Stabilitási Jelentés 2006. április

A vállalati szektor *külföld felé történő növekvő eladósodottsága* figyelhető meg ebben az időszakban.

A forrásbevonás szempontjából rugalmasabbnak tekinthető *tulajdonosi hitelek* részarányának emelkedése máig töretlen, míg a külföldi devizahitelek szerepe csak 2002-ben kezdett visszaszorulni a nagyobb árfolyamkockázat és a csökkenő exportdinamika miatt.

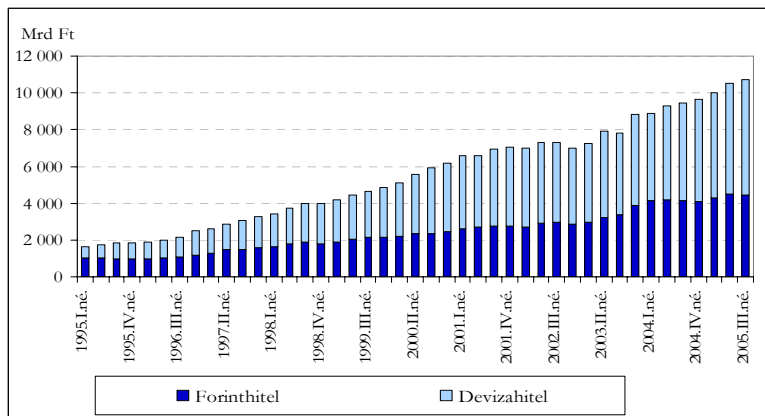
Erre az időszakra már érvényes, hogy a magyar vállalatok kötelezettségeinek szerkezet az EU átlaghoz hasonló. A hazai vállalatok tőkeáttételét vizsgálva elmondható, hogy az idegen forrásnak a saját tőkéhez viszonyított aránya 1998-ban még alulmúlta, 2001-ben viszont már elérte az EU átlagot.

A magyar vállalati szektor eladósodottsága nemzetközi összehasonlításban továbbra sem magas, noha a vizsgált időszakban a növekedés volt a jellemző. Ennek eredményeképpen a korábban kifejezetten alacsony vállalati tőkeáttétel elérte a fejlettebb gazdaságokra jellemző értékeket.

Bár a hazai vállalatok eladósodottsága összességében növekedett a vizsgált időszakban, ez önmagában nem magyarázza a gyors felzárkózást. A másik magyarázat, hogy az EU-ban a vállalatok bővülő hitelfelvétele ellenére a tőkeáttétel azért nem tudott emelkedni, mert 1998 és 2001 között összességében tőzsdei részvény árdrágulás játszódott le, ami megnövelte a saját tőke értékét az összes forráson belül. Az ábrán is látható, hogy az EU országok között a tőkeáttétel nagymértékben szóródik, így az átlag sok mindent elfed. Míg például az idegen

forrás saját tőkéhez viszonyított aránya Portugáliában 150% feletti, addig Franciaországban ez az arány 55% közelében található. A nemzetközi összehasonlításból is úgy látható, hogy a magyar vállalatok eladósodottsági szintje nem hordoz magában jelentős kockázatot. Az idegen források egyre jelentősebb finanszírozási szerepe részben arra vezethető vissza, hogy a makrogazdasági felételrendszer stabilizálódása és a kockázatok ezzel párhuzamos mérséklődése nagyobb tőkeáttételt tesz lehetővé a már működő vállalatok esetében.

A vállalatok mind külföldről, mind pedig belföldről felvett hiteleinek állománya nagymértékben növekedett az elmúlt években. Denominációs szempontból megfigyelhető, hogy az eladósodottság emelkedése nagymértékben a devizahitelek növekedésének tudható be. A tendenciákat jól érzékelteti az alábbi ábra, ahol tíz év adatai láthatók forint és devizahitel bontásban.



20. ábra A nem pénzügyi vállalatok forint és devizahiteleinek alakulása 1995-2005

Forrás: MNB Stabilitási Jelentés 2006. április 34. oldal

A devizában történő eladósodottság mögött egyre nagyobb részben árfolyamkockázat ellen fedezetlen hitelek állnak, melyek kiemelt kockázati faktort jelentenek a vállalatok számára. Amennyiben a devizahitelek tulajdonosai természetes devizakitettséget fedezik (például exportáló cég az árbevételének megfelelő devizában vállal adósságot), úgy őket nem érintik az árfolyamrendszer változásából fakadó nominális kockázatok.

Az 1996-2004-es periódusban jellemző volt a belföldi forinthitel igénybevételének kis mértékű csökkenése (az 1992-es 12,9 %-os GDP arányos forinthitel 2004-re lecsökkent 12,2%-ra) (lásd a melléklet ábráját). A belföldi devizahitel jelentős dinamizmust mutat (az 1992-es 5,1%-os GDP arányos belföldi devizahitel 2004-re 9,3 %-ra nőtt), míg a külföldi

devizahitelezés térvesztése látszik (4,4 %-ról 2,5 %-ra csökkent a nyolc év alatt). A belföldi devizahitel növekvő szerepe mellett hangsúlyos szerephez jutott a külföldi tulajdonosi hitel (az 1992-es 4,5%-ról 2004-re 8,1%-ra nőtt a GDP arányos nagysága). A tulajdonosi hitelek megemelkedésének egyik oka, hogy a külföldi tulajdonosok az itt képződött nyereséget kiveszik osztalékként, de nem viszik ki az országból, hanem tulajdonosi hitel formájában visszaforgatják az osztalékot. Az osztalékként való kivétel - az osztalékadó megfizetése ellenére is – a pénz likviditása szempontjából fontos. Két oka van, amiért itt hagyják a megtermelt nyereséget likvid tulajdonosi hitelként. Egyrészt a kedvező magyar kamatfelárat kihasználva itteni leányvállalatuknál kamatoztatják nyereségüket, majd, mint ez történt 2004-ben, a jövőbeni kedvezőbb árfolyamra spekulálva később – egy erősebb forintnál - viszik ki a pénzüket. Másrészt a külföldi cégek esetenként magyarországi leányvállalataikon keresztül finanszírozzák további kelet-európai terjeszkedésüket, így a tulajdonosi hitelként itt hagyott profit ennek fedezésére szolgál.

5.1.2.4. A tőzsdei finanszírozás szerepe Magyarországon

Annak ellenére, hogy a hazai tőkepiac szabályrendszerét és szokványait tekintve liberális, illetve ezen belül nyitott külföldi befektetők számára is, a tőzsdei kibocsátók száma rendkívül alacsony. A részvénytőzsdén és a vállalati kötvénytőzsdén is hasonló helyzet uralkodik: alig van kibocsátás, és jellemzően hitelintézetek bocsátanak ki kötvényeket.

A hazai nagyvállalatok finanszírozási szükségleteiket túlnyomóan banki, illetve külföldi forrásokból elégítik ki, a hazai tőkepiaci finanszírozás pedig elhanyagolható szerepet játszik. A kis- és középvállalatok szempontjából a tőkepiaci finanszírozást alapvetően hozzáférési korlátok (kis méret, a vállalati történet hiánya, magas fajlagos költségek) akadályozzák, a nagyvállalatok esetében azonban a részvétel hiányát más is befolyásolja. Míg az Egyesült Államokban, illetve Nyugat-Európában fejlett részvény- és kötvénytőzsdével találkozunk, addig a hazai tőkepiacra – annak alacsony kapitalizációja tekintetében – a fejletlenség jellemző.

A budapesti tőzsdén multinacionális vállalatok alig vannak jelen. Multinacionális cégek tőzsdén jegyzett leányvállalatai az összes Magyarországon jelen lévő ilyen kategóriájú vállalat gazdasági teljesítményének töredékét teszik ki. A hazai tőzsdén nem képviselteti magát egyetlen autóipari, illetve biztosító cég sem, bevásárló központok sincsenek jelen, és bankokat is alig találunk. Hazánk vállalati finanszírozásának egyik alapvető sajátossága – ahogy arról már szó volt - a vállalatok forrásigényeiket nagyjából saját tőkével elégítik ki,

amelyen belül azonban tőzsdei részvények viszonylag csekély hányadot tesznek ki. A részvények és részesedések legnagyobb része nem nyilvános stratégiai tulajdonlást testesít meg, jelentős részben külföldi vállalatok által eszközölt közvetlen befektetések révén. A saját tőkétől jóval elmaradó arányú hitelek közel fele hazai bankhitel, a többi pedig döntően anyavállalattól, vagy banktól származó külföldi hitel. A kialakult gyakorlat szerint a multinacionális vállalatok az anyavállalatukon keresztül finanszíroztatják magukat. A vállalatfinanszírozásban az erős bankrendszer, illetve a külföldi anyavállalat hitelfinanszírozása lényegében megoldotta a tőkebevonást. Jelentős részben ennek köszönhető, hogy mindeddig nem alakult ki itthon fejlett részvény- és vállalati kötvénypiac. A kérdés másik fele pedig az, hogy egy gyorsan fejlődő gazdaság és pénzügyi rendszer mellett miért nem az előzőekkel arányosan alakul a hazai értékpapírpia fejlődése, már ami a nyilvános részvény- és - a jelzálogleveleket leszámítva - vállalati kötvénykibocsátás alakulását illeti. Ezzel kapcsolatban az alábbi szempontok dominálnak:

- A tőzsdei részvény-, illetve vállalati kötvénykibocsátás eddig feltehetően azért volt igen csekély, mert a nagyobb aktivitást három fő korlátozó tényező - a finanszírozási költségek, a méretproblémák, illetve a kibocsátói érettség hiánya - akadályozta.
- Finanszírozási költség alatt elsősorban nem a kibocsátás, illetve tőzsdei bevezetés díjköltségei értendők - utóbbi fontos, de végső soron inkább csak járulékos tényező -, hanem a kibocsátás során az új részvénnel, illetve kötvénnyel szemben támasztott befektetői hozamkövetelményt, amit a kibocsátó az alternatív finanszírozási megoldások mellett jelentkező hasonló költségekkel vethet össze. E tekintetben a következő alapvető tények állnak fenn:
- Az értékpapírpia kibocsátásra érett (megfelelő méretű, történettel és hitelminősítéssel rendelkező, a kibocsátási követelményeknek megfelelő) vállalatok általában többé-kevésbé szabadon választhatnak, hogy hazai, vagy külföldi forrásból gondoskodnak a szükséges finanszírozásról. Egyrészt azért, mert a magyar gazdaság sajátosságaként jellemzően külföldi szakmai befektetők tulajdonában vannak, másrészt azért, mert külföldön is piacérettnek minősülnek;
- A forintfinanszírozás a hazai valuta magasabb kamatszintjében, általánosabban befektetői hozamkövetelményében megnyilvánulóan magasabbnak ítélt kockázata

miatt lényegesen drágább, mint az alternatív euró, dollár stb. finanszírozás. A szóba jöhető vállalatok ezért nem érdekeltek forintkötvények kibocsátásában, devizakötvényeket pedig olcsóbb külföldön kibocsátani, ahol a devizaforrások kínálata értelemszerűen nagyobb. További lényeges pont, hogy a külföldi anyavállalatok hitelminősítés általában kedvezőbb, mint hazai leányaiké, ezért eleve olcsóbb, ha az anyavállalat bocsát ki, és a csoporton belül hitelezi leányvállalatát;

- Az előbbi körülmény a részvényt piacon is megjelenik, amennyiben a hazai részvények fundamentális értékelése valutakockázatot is tartalmaz. Nagyrészt erre a körülményre, illetve más tényezőkre - kicsiny piacméret, a jellemzően szabályozott ágazatokban működő hazai kibocsátók magas szabályozási kockázata, stb. - a magyar piac fundamentális értékelése történetileg igen alacsony, a finanszírozási költség pedig igen magas volt.
- A piacméret, illetve a kibocsátói érettség a fentiekhez képest annyiban korlátoz, hogy aki külföldön, nagyobb tőkekínálat mellett is kibocsáthat, az kevésbé érdekelt abban, hogy a viszonylag csekély méretű magyar (forint) tőkepiacról gyűjtsön forrásokat. Aki pedig olyan kicsi, vagy éretlen, hogy külföldről nem tud finanszírozást szerezni, az általában Magyarországon sem számít tőzsdei kibocsátásra érettnek [Stachó, 2005].

Áttekintve Magyarország vállalatainak finanszírozási lehetőségeit és tőkeszerkezeti jellemzőit megállapítható, hogy jelentős átalakulás történt e tekintetben az elmúlt tizenöt évben.

- A bankszektorban verseny folyik a vállalati ügyfelekért, a hitelkihelyezési lehetőségekért.
- A bankok számára a növekedési lehetőséget e tekintetben a kis- és középvállalkozások finanszírozása jelenti.
- A magyar vállalatok tőkeáttétele (idegen forrás/saját forrás) az új évezredben elérte az EU átlagot.
- A hitelek lejárat szerkezete kedvező irányú változásokon ment keresztül, dominál a hosszú lejáratú hitelek aránya.
- A vállalati hitelekben belül jelentős szerephez jutott a devizahitel és a külföldi tulajdonos által nyújtott hitel.
- A tőzsdének csekély jelentősége van a vállalatok finanszírozásában.

5.2. A mikrogazdasági tényezők

5.2.1. A kutatás célja

Dolgozatomban a továbbiakban azt vizsgálom, hogyan változott Magyarországon az 1992-2003 közötti időszakban a vállalati szektor tőkeszerkezete. *A kutatásom elsődleges célja* annak megállapítása melyek voltak a tőkeszerkezet vállalati (mikroszintű) meghatározó tényezői. A tőkeáttétel nagyságát mikro- és makro tényezők is befolyásolhatják, ahogy ezt az elméleti részben kifejtettem.

Az én kutatásom mikroszemléletű, amelyet a rendelkezésre álló vállalati adatbázis indokol. Engem az érdekelt, hogy a korábbi irodalmak által feltárt összefüggések közül melyek voltak Magyarországon a vonatkozó időszakban relevánsak és mely kapcsolatok nem bizonyíthatók. Ezekből következtetek a magyar átalakulás jellemzőire forrásszerzési szempontból. Különösen azoknak a kutatási eredményeknek szenteltem nagyobb figyelmet, melyek ellentmondanak a klasszikus elméleti megoldásoknak, hiszen itt megragadható a magyar átalakulás időszaka, amelyből más, az átalakulás korábbi szakaszában lévő országok tapasztalatokat nyerhetnek. Kutatásomban figyelmet fordítok azokra a tőkeszerkezetet befolyásoló tényezőkre is, amelyek csak az átmeneti országokra, így Magyarországra jellemző.

Kutatásom első részében megvizsgálom a mainstream elméletek alapján megállapított, tőkeszerkezetet befolyásoló vállalati tényezők Magyarországon való érvényesülését. Hipotézisem szerint e tényezők befolyásolják a tőkeszerkezetet Magyarországon is, azonban nem feltétlenül azonos irányban hatnak a döntésekre, mint a fejlett országokban.

A kutatás második része olyan tényezőkre koncentrál, amely nem került a vizsgálatok célpontjába, elsősorban speciálisan az átmeneti gazdaságokban fejtik ki hatásukat a tőkeáttétel alakulására.

Mivel a tőkeáttétel vizsgálata annak a kérdéseként is kezelhető, hogy a vállalatok vegyenek-e fel hitelt adott piaci körülmények között, a feltárt összefüggések hasznosítása a pénzügyi szolgáltatók hitelezési tevékenységében is adoptálható.

Azért is fontosnak tartom e témát, mert növelheti a vállalati vezetők tudatos pénzügyi döntéseit, csökkentve a tőkeköltséget, ezáltal növelve a vállalat tulajdonosi értékét. A tulajdonosi érték növelése pedig - mint tudjuk - a vállalat alapvető célja.

5.2.2. Az empirikus adatelemzés módszerei

Az adatbázis elemzését a vállalati szektor – tőkeszerkezeti szempontból fontos – bemutatásával kezdem. Ez az eszközök és források összetételének, valamint a jövedelmezőségnek az elemzését jelenti az 1992-2003 közötti időszakra.

A tőkeáttétel általam alkalmazott mutatószámaira valamint a tőkeszerkezetet befolyásoló tényezőkre kiszámítottam a leíró statisztika legfontosabb mutatószámait.

Hipotéziseim a tőkeszerkezetet befolyásoló tényezők vizsgálatára irányulnak. Dolgozatom újdonságát adja, hogy az eddigi kutatásokkal ellentétben a befolyásoló tényezők vizsgálatát egyenként végeztem el. Ezek a tényezők mennyiségi vagy minőségi változók.

Mennyiségi változó esetén korrelációs számítást, decilisek szerinti vizsgálatot, átlagelemzést, keresztábra elemzést, medián eltérés elemzést végeztem, minőségi változó esetén variancia analízist alkalmaztam.

5.2.3. A vállalati adatbázis bemutatása

5.2.3.1. A vizsgált adatok

Az empirikus kutatás alapját az Ecostat adatbázisa képezi, amely 1992-2003 közötti időszakra vonatkoztatva tartalmaz vállalati éves mérleg és eredmény kimutatás adatokat. A vállalati adatokat hármassával rögzítették, vagyis az alap adatbázis évente átlagosan 1580 adatrekordot foglal magába. Mivel vizsgálataim során nem egyedi vállalatokról készítek elemzést, hanem a magyar vállalati szektor egészéről kívánok képet alkotni a tőkeszerkezet tekintetében, ezért úgy vélem, hogy a csoportos vállalati adatok segítségével is meg tudom tenni. Egy-egy adatrekordhoz az egyszerűsített éves beszámoló részletezettségének megfelelő információhalmaz tartozik. Az eredmény kimutatásból ugyanakkor hiányzik a pénzügyi műveletek eredményének részletezése, illetve a rendkívüli eredmény kategória. A mérleg nem tartalmaz immateriális jószágok csoportot. A rendelkezésemre álló adatokat a mellékletben soroltam fel. A vállalatcsoportok ágazati azonosítására rendelkezésre állt a TEÁOR kód. Így a vizsgálatokat ágazati bontásban tudom elvégezni. Kiszámolható az adatbázisból a külföldi tulajdoni arány nagysága is, ami szintén nagyon fontos különbségtétel alapja lehet. Egy-egy vállalatcsoportban előfordulhat fluktuáció, az egyik vállalat kikerül, egy másik pedig bekerül a vállalatcsoportba. Ez a változás, az elemzés egésze szempontjából nem

számottevő. Problémát okoz ugyanakkor, hogy néhány esetben kiugró adatok is előfordulnak az adatbázisban. A kiugró értékek kiszűrésére az SPSS statisztikai programban használatos outlier szűrőt használok. Az esetlegesen bekövetkező számszaki hibák kiszűrésére ellenőriztem a mérlegegyezőség elvét.

Az adathalmazból a következő csoportosítási szempontok alapján képeztem csoportokat:

- *Időbeli csoportosítás:* Az előző fejezetben leírtaknak megfelelően a tizenkét év adatát három csoportba soroltam:
 1. 1992-1995: az átalakulás időszaka
 2. 1996-1999: a tőkeáttétel dinamikus növekedése
 3. 2000-2003: felzárkózás az EU átlaghoz
- *Méret szerinti csoportosítás:* A méret szerinti csoportosítás alapjául az EU létszám kategóriái alapján végeztem el a csoportosítást. Amennyiben egy-egy konkrét esetben más szempontú csoportosítást végeztem a méretre (árbevétel), úgy azt külön jelzem.

21. táblázat Vállalkozási méret kategóriák

Kategória	Létszám	Aránya az adatbázisban
<i>nagyvállalat</i>	≥ 250	42,3%
<i>középvállalkozás</i>	< 250	36,5%
<i>kisvállalkozás</i>	< 50	16,8%
<i>mikrovállalkozás</i>	< 10	4,4%

Forrás: saját számítás

- *Tulajdonosi szerkezet szerint:* A csoportképző ismerv ebben az esetben a külföldi tulajdon nagysága volt. Két csoportot képeztem:

22. táblázat Tulajdonosi szerkezet

Kategória	A külföldi tulajdon aránya a jegyzett tőkében	Aránya az adatbázisban
<i>Hazai vállalat</i>	$\leq 50\%$	67,6%
<i>Külföldi vállalat</i>	$> 50\%$	32,4%

Forrás: saját számítás

- *Ágazat szerinti csoportosítás:* A rendelkezésre álló adatbázist a TEÁOR kódok alapján ágazatokba soroltam be. A dolgozat egyik újdonságát adja, hogy a

feldolgozóipari vállalatokon kívül a többi ágazat vizsgálatát is elvégeztem. Mivel a szolgáltatási szektor nagyon heterogén vállalkozásokból áll, ezért ezt a csoportot két részre osztottam: anyagi és nem anyagi szolgáltatókra. Az adatbázisban fellelhető anyagi szolgáltatók a következők: szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás, szállítás, raktározás, posta, távközlés, ingatlanügyletek, gazdasági szolgáltatás. A nem anyagi szolgáltatások közé a következő alágazatok kerültek: egészségügyi, szociális ellátás, egyéb közösségi, személyi szolgáltatás. Az adatbázisban a következő ágazati arányok figyelhetők meg:

23. táblázat Ágazati arányok

Ágazat	Arány az adatbázisban
<i>Mezőgazdaság</i>	4%
<i>Ipar</i>	32%
<i>Építőipar</i>	7%
<i>Kereskedelem</i>	39%
<i>Anyagi szolgáltatás</i>	16%
<i>Nem anyagi szolgáltatás</i>	2%

Forrás: saját számítás

Az adatbázis bemutatásának célja, hogy feltárja a magyar vállalatok gazdálkodásának legfontosabb jellemzőit, amelyek ismeretében az eredmények magyarázata érthetőbbé válik. A vizsgált időszak vállalkozásait a következő szempontok szerint mutatom be:

- A vállalkozások eszközeinek és forrásainak összetétele
- A vállalkozások jövedelmezősége

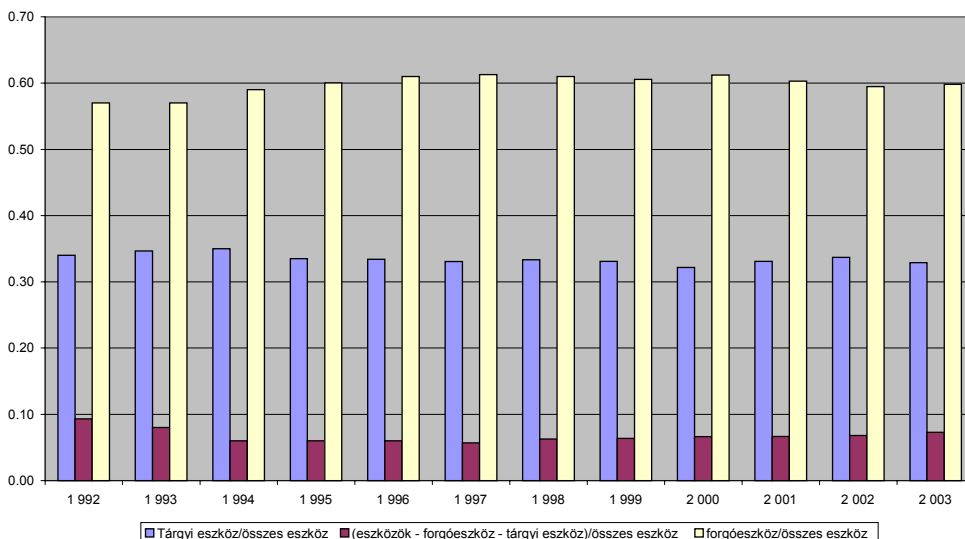
A nyolcvanas évek végétől a magyar gazdaságban példa nélküli vállalkozásbővülés zajlott le, mely bővülés a kilencvenes évek közepétől megtört és megkezdődött a vállalkozások piaci szűrése, amelynek következtében csak a ténylegesen működő, piaci alapjukat megtalált vállalkozások maradtak életben. A gyors változások helyett a lassúbb átalakulás lett jellemző, amelyekben a mennyiségi növekedés helyett a vállalkozások cserélődésének, a szerkezeti átalakulásoknak lehettünk tanúi.

5.2.3.2. A vállalkozások eszközeinek és forrásainak összetétele

Az eszközök összetétele

Az eszközöket három részre osztva vizsgálom. Megnézem hogyan alakult ebben az időszakban a *tárgyi eszközök*, a *forgóeszközök*, és az *egyéb eszközök* (immateriális javak,

befektetett pénzügyi eszközök, pénzeszközök, aktív időbeli elhatárolások) aránya az összes eszközön belül a vállalati szektorban.



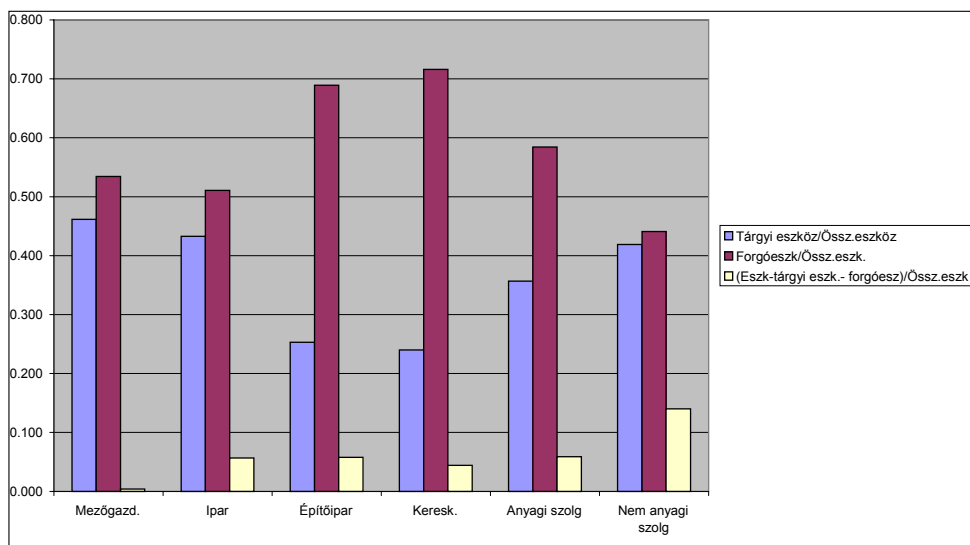
21. ábra Az eszközök összetételének alakulása 1992-2003 között

Forrás: saját számítás

Az ábráról az olvasható le, hogy az eszközök összetétele stabilitást mutatott a vizsgált időszak egészében, egyik eszközcsoportban sem volt lényeges elmozdulás. Az összes eszközön belül 60% körüli értéket képvisel a forgóeszközök aránya, 33% körüli értéket a tárgyi eszközök aránya, és 7% körül alakult az egyéb eszközök aránya. Ez a stabilitás – mint a későbbiekben látni fogjuk – korántsem jellemző minden ágazatra, sőt leginkább csak a kereskedelemre jellemző, azonban látható volt, hogy a kereskedelmi vállalatok jelentős szerepet kapnak az adatbázisban.

Vizsgálódásai során Schmuk [1998] az 1992-1997 közötti időszakot vizsgálva arra a következtetésre jutott, hogy, az eszközök szerkezetén belül jelentős változások játszódtak le: megnőtt a forgóeszközök aránya, a tárgyi eszközök aránya pedig lecsökkent, ami az ismert inflációs körülmények között ebben az esetben nem a vállalkozások likviditásának növekedését, hanem elsősorban az immateriális javaknak és a tárgyi eszközöknek az eszközökön belüli relatív leértékelődését jelenti.

Ágazati bontásban vizsgálva az eszközök összetételét, a következő eredményre jutottam:



22. ábra Az eszközök összetétele ágazatonként

Forrás: saját számítás

Az eszközök összetétele ágazatonként jelentősen eltérést mutat.

A *mezőgazdaságban* az eszközök döntő többségét a forgóeszközök és a tárgyi eszközök alkotják, az egyéb eszközök jelentéktelenek. A két eszköztípus aránya nagyon hasonló, 52% körüli a forgóeszközök aránya, 48% a tárgyi eszközöké.

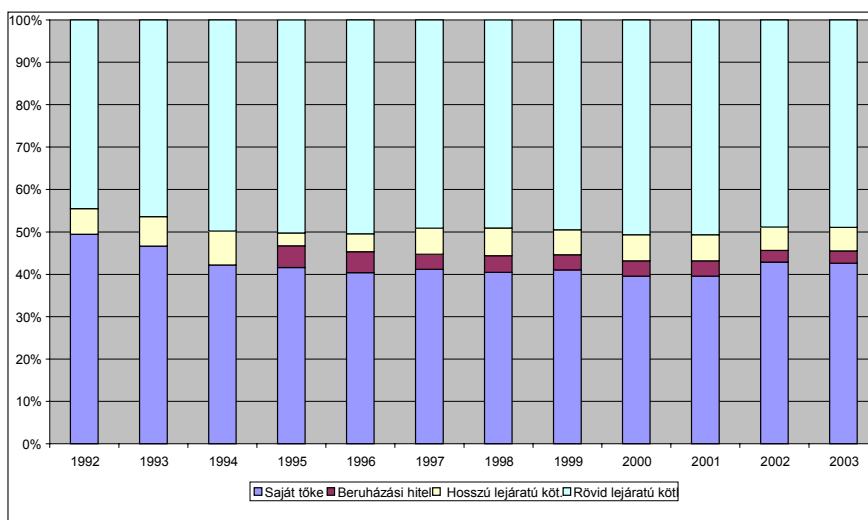
Az *iparban* is hasonló arányokat láthatunk, annyi különbséggel, hogy itt az egyéb eszközöknek is van szerepük, 5%-nyi értékben.

Az *építőiparban és a kereskedelemben* kiugróan magas a forgóeszközök aránya (70% körüli érték) a tevékenység természetéből adódóan, s arányait tekintve kisebb a tárgyi eszközök súlya.

A *szolgáltatások* terén viszonylag nagy különbség mutatkozik az eszközök összetétele tekintetében az anyagi és nem anyagi szolgáltatások között. Az anyagi szolgáltatóknál (ide tartozik a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás, szállítás, raktározás, posta, távközlés, ingatlanügyletek, gazdasági szolgáltatás) nagy a forgóeszközök aránya (közel 60%) s kevesebb a tárgyi eszköz, míg a nem anyagi szolgáltatóknál (a mintában ide tartozik az egészségügyi, szociális ellátás, egyéb közösségi személyi szolgáltatás) kiegyenlített a tárgyi eszközök és forgóeszközök aránya, s itt nagyobb jelentősége van az egyéb eszközöknek (kb. 14%) a tevékenységben (s a mérlegben).

A források összetétele

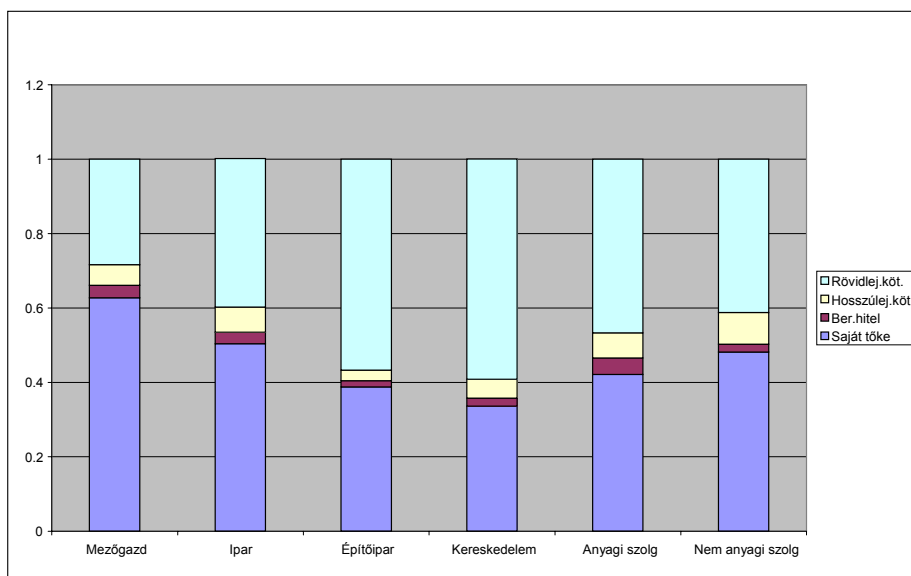
A források szerkezetét vizsgálva négy részre bontottam a forrásokat. Saját tőke, beruházási hitel, hosszú lejáratú kötelezettség (a beruházási hitelen kívül), rövidlejáratú kötelezettség. Ezek aránya az összes forráson belül a következő volt az egyes években:



23. ábra A vállalati szektor forrásszerkezete 1992-2003 között

Forrás: saját számítás

Az ábrán látható, hogy a vállalati szektort egészét tekintve a saját tőke aránya csökkent (50%-ról 42%-ra). A kötelezettségek növekedése mellett mérsékelt módon nőtt a hosszú lejáratú kötelezettségek aránya. Az elemzett időszakban bekövetkezett drámai gazdasági és szabályozási környezet változása ellenére a tőkeáttételben kiugró változás nem volt. Ez természetesen nem jelenti azt, hogy az egyes ágazatokban jelentős változások nem történtek.



24. ábra A vállalati szektor forrásszerkezete ágazatonként

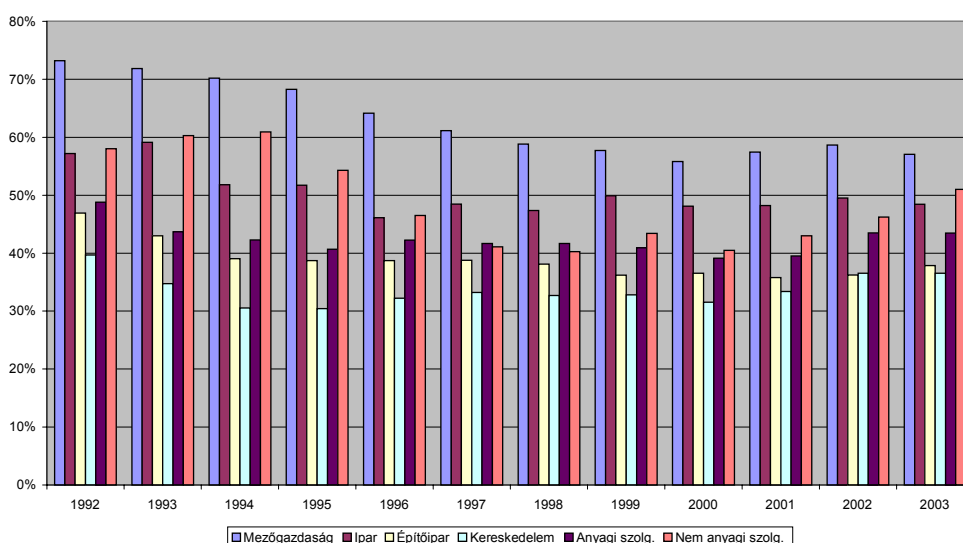
Forrás: saját számítás

Ágazatonként vizsgálva a forrásszerkezetet már jelentős eltérés tapasztalható. Legalacsonyabb a tőkeáttétel a mezőgazdaságban, ami több tényezővel is magyarázható. Egyrészt a mezőgazdasági tevékenység kockázatos, a termelés szezonális, ennek következtében a mezőgazdaság kevésbé hitelképes, mint más ágazatok. A bizonytalanság miatt a vállalkozások sem engedhetik meg a kamatkiadások nagyarányú növekedését, amit esetleg rosszabb években nem tudnának kigazdálkodni.

A másik oldalon a kereskedelmi és az építőipari vállalatokat találjuk. A kereskedelmi cégeknek vélhetően a nagyarányú szállítói tartozások miatt magas a tőkeáttételük, ezt sajnos a rendelkezésünkre álló adatbázisból nem sikerült megállapítani, mivel az a rövidlejáratú kötelezettségek összetételét nem tartalmazta. Az építőipari cégek pedig jellemzően az elvégzett munkák után akár több hónappal kapják meg (ha ugyan megkapják) a teljesítményük ellenértékét, ezért szorulnak árbevétel megelőlegező hitelre. Az anyagi és nem anyagi szolgáltatásokat nyújtó cégek átlaga valójában igen heterogén összetételű alágazatokat foglal magában (30%, illetve 35%-os szóródása volt a tőkeáttételi mutatónak), és az ipar tőkeáttételi mutatójának szóródása is igen magas volt (48%-os szórás).

24. táblázat A saját tőke/összes forrás mutató alakulása 1992-2003 között
az egyes ágazatokban

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Mezőgazdaság	73%	72%	70%	68%	64%	61%	59%	58%	56%	57%	59%	57%
Ipar	57%	59%	52%	52%	46%	48%	47%	50%	48%	48%	50%	48%
Építőipar	47%	43%	39%	39%	39%	39%	38%	36%	37%	36%	36%	38%
Kereskedelem	40%	35%	31%	30%	32%	33%	33%	33%	32%	33%	37%	37%
Anyagi szolg.	49%	44%	42%	41%	42%	42%	42%	41%	39%	40%	43%	43%
Nem anyagi szolgáltatás	58%	60%	61%	54%	47%	41%	40%	43%	40%	43%	46%	51%



25. ábra A (Saját tőke/Összes forrás) mutató évenkénti alakulása az egyes ágazatokban

Forrás: saját számítás

A fenti adatokból kitűnik, hogy a kötelezettségek arányának növekedése nem egyformán érintette az egyes ágazatokat.

A legerőteljesebben a mezőgazdaságban csökkent a saját források aránya, bár az is igaz, hogy ez az időszak kezdetén abnormálisan magas volt (73%). Ez a tény annak „köszönhető”, hogy a szocializmus idején a mezőgazdaság nem tartozott a preferált ágazatok közé és ezért a hitelek osztogatásából sem részesülhetett. A hitelek aránya azonban az időszak végén is meglehetősen mérsékeltnek mondható a többi ágazattal összehasonlítva.

Az iparban és az építőiparban a saját tőke részarányának csökkenése átlagosnak mondható (9%), ami nem is véletlen, mivel az ipar tekinthető az elemzett sokaság legdominánsabb

részének. A hitelek bővülése valószínűleg összefügg a dolgozat előző részeiben már elemzett konjunkturális hatásokkal függ össze, ugyanis a csökkenés a kilencvenes évek második felére tehető, utána a tőkeáttétel már stabilizálódott.

A szolgáltatások és a kereskedelem tőkeáttétele az átlagnál kevésbé növekedett, érdekes viszont megfigyelni, hogy ezekben a szektorokban a saját tőke részaránya a 90-es évek végéig csökkent, utána viszont mérsékelt emelkedésnek indult. Az eredmények azért érdekesek, mivel az elemzett vállalati körnek a jövedelmezősége éppen akkor volt a csúcson, mikor a legtöbb idegen tőkével rendelkezett és az idegen tőke részarányának csökkenése párosult a jövedelmezőség csökkenésével. A jelensége, ami különösen a kereskedelem és az anyagi szolgáltatások esetében figyelhető meg ellentmond a finanszírozási hierarchia elméletnek, ami szerint, ha a vállalatok nyereségesek, elsősorban az eredmény visszaforgatásával finanszírozzák magukat, és kevesebb hitelt vesznek fel. Viszont a tények a választásos elmélettel jól magyarázhatóak. A jövedelmezőség emelkedése csökkenti a vállalat kockázatát (a hitelek olcsóbbá válnak) másrészt növeli a rendelkezésre álló adópajzsot (a vállalat nagyobb kamatkiadást tud költségként elszámolni).

Ettől némiképp eltér Schmuck [1998] vizsgálati eredménye az 1992-1997 közötti időszakra: A *források* szerkezetében jelentős változásokat állapított meg a vizsgált időszakra. A legfontosabb változás ebben a tekintetben az a szerző szerint, hogy jelentősen nőtt a vállalatok eladósodottsága, nőtt a tőkeáttétel, ami azonban nemzetközi összehasonlításban nem tekinthető magasnak (lásd előző fejezet). Jellemzően a 90-es évek elején a vállalati hitelezés volumene erőteljesen csökkent, 1996-tól pedig javulás figyelhető meg ezen a területen. Az idegen forrásokon belül a hosszú lejáratú kötelezettségek nőttek gyorsabb ütemben. A forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek aránya úgy alakult, hogy a forrásokon belül a rövid lejáratú kötelezettségek növekedését az eszköz oldalon a forgóeszközök növekedése ellensúlyozta. A vállalkozások kötelezettségeinek növekedése tehát igazából úgy jelenik meg, hogy a befektetett eszközökkel szemben egyre nagyobb mértékben a hosszú lejáratú kötelezettségek állnak (a saját tőke arányának csökkenése mellett). Megfigyelhető azonban, hogy a vállalkozás méretének növekedésével párhuzamosan egyre nagyobb hányadot képviselnek a saját források az idegen forrásokkal szemben [Schmuck, 1998].

5.2.3.3. A vállalatok jövedelmezősége

A jövedelmezőségi mutatók arra a kérdésre válaszolnak, hogy a vállalat a tulajdonosok és a hitelezők által a vállalat rendelkezésére bocsátott forrásokat, valamint az ezekből vásárolt eszközöket milyen eredményességgel hasznosította a vizsgált időszakban. Többféle szempont figyelembevételével vizsgálhatunk meg egy vállalat (vagy az egész vállalati szektor) jövedelmezőségét. Az adatbázisomban elérhető adatok lehetővé teszik, hogy megvizsgáljam:

- A vállalat milyen megtérüléssel tudta hasznosítani az eszközeit az adott tevékenységi területen.
- A tulajdonosok által véglegesen átadott saját tőke milyen eredményt hozott a befektetők számára.
- Valamint az adott időszaki árbevétel mennyi nyereséget hozott, mekkora az árbevétel-arányos haszon.

A vállalatok jövedelmezőségének mérésére három mutatót használok: az eszközarányos eredményt (ROA), a saját-tőke arányos eredményt (ROE), és az árbevétel-arányos eredményt.

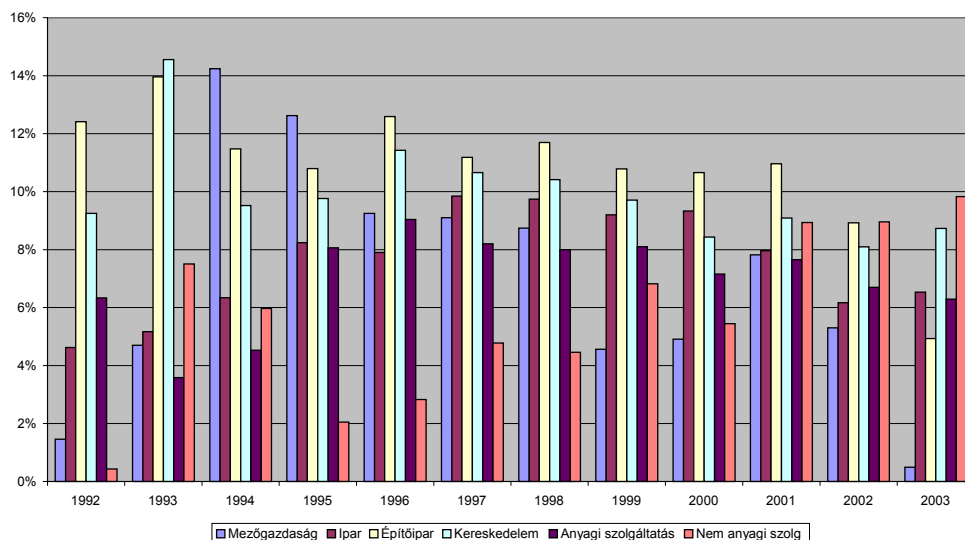
- *ROA: Üzemi eredmény / Összes Eszköz.* A mutató számításakor az üzemi eredményt vetem össze az eszközökkel. Azért választottam az üzemi eredmény kategóriát az eredményesség mérésére, hogy a vállalat alaptevékenységéből származó eredménnyel dolgozhassak. A többi eredménykategóriát egyéb tényezők is befolyásolják, pl. az áttétel nagysága is, hiszen a kamatkiadással csökkentett értéket kapjuk meg az adózás előtti eredmény esetében. Ha nő az áttétel, nagyobb lesz a kamatkiadás, romlik az adózás előtti eredmény és csökken a jövedelmezőség. A ROA mutató vizsgálata önmagában nem mond sokat, értékét nagymértékben befolyásolja az ágazat, amelyben tevékenykedik a cég. Ezért e mutató esetében ágazati bontásban számoltam ki az értékeket.

- *ROE: Adózott eredmény / Saját tőke.* Megmutatja, hogy a vizsgált időszakban a vállalat nyeresége mekkora hozamot eredményezett a tulajdonosoknak - a hitelezők, az állam és egyéb szereplők követeléseinek kiegyenlítése után. Az adózott eredmény a tulajdonosokat illeti. E mutató értékelésénél is az ágazati szintű összehasonlításnak van elsősorban értelme.

- *Árbevétel-arányos eredmény (nettó haszonkulcs): Adózott eredmény / Értékesítés nettó árbevétele.* Ez a mutató jelzi, hogy az árbevételnek hány százalékát jelenti a nyereség egy adott időszakban. 12 év adatait megvizsgálva érdekes megnézni, hogy vajon tapasztalható-e

érdemi változás e mutató értékében. Az időbeli vizsgálat mellett az ágazati összehasonlítás, a méret szerinti összevetés és a tulajdonosi szerkezet szerinti vizsgálat is érdekes az adatbázis jellemzése céljából.

A ROA mutató vizsgálata



26. ábra A ROA átlagos értékének alakulása évenként ágazati bontásban

Forrás: saját számítás

A ROA mutató vizsgálatánál megállapítható, hogy a *vállalati szektor* eszközarányos nyereségessége a vizsgált időszakon belül az időszak közepéig, 1998-ig – bár nem egyenletesen - növekvő tendenciát mutat (lásd a melléklet ábráit). 1998-ra 11,5%-os értéket ér el, utána folyamatosan csökken az értéke, és 2003-ra lecsökken az 1992-es, 7%-os szintre. Az első szakasz eredményjavulása mögött a bevételek dinamikus növekedése állt, amelyben jelentős szerepet játszott az export dinamikus bővülése. A második szakaszban a romlás oka elsősorban abban keresendő, hogy a külfölddel versenyző, egyébként hagyományosan magasabb jövedelmezőségű ágazatok teljesítménye csökkent ebben az időszakban.

Ágazatok szerint vizsgálva a ROA mutatót, azt látjuk, hogy a vizsgált időszakban a legmagasabb eszközarányos-eredmény mutatót az építőipar produkálta az elemzett mintában 11%-os értékkel, utána következik a kereskedelem 10 %-kal, utána az anyagi szolgáltatás és az ipar 8% körüli értékkel, majd a mezőgazdasági ágazat következik. A

legalacsonyabb kimutatott eszközarányos eredményt a nem anyagi szolgáltatások ágazata produkálta, nem egészen 6%-os értékkel. Megvizsgáltam az egyes ágazatok esetében a mutató időbeli alakulását is. Az ábrából a következők láthatók:

- A mezőgazdaság esetében az 1994-es és 1995-ös év kiemelkedően eredményes volt, míg a tendenciákból az látható, hogy az utóbbi évek meglehetősen hektikusan alakultak jövedelmezőség szempontjából, a legrosszabb év a vizsgált időszak utolsó éve volt, mindössze 0,5 %-os ROA értékkel. A hektikus változások mutatják az ágazat nagyfokú kockázatoságát.

- Az ipar vizsgálata esetén ugyanaz a tendencia rajzolódik ki, mint a teljes vállalati szektor esetében, aminek az oka az ipar meghatározó súlya az ágazatok között. Az iparban ennek megfelelően 1998-ig a ROA mutató növekvő tendenciájú, utána pedig csökkenést mutat. Az 1992-1998 között bekövetkezett javulás alapvetően annak az eredménye, hogy a vállalatok alaptevékenységének bevételei tartósan gyorsabban növekedtek, mint azok költségei. A költségek közül elsősorban a személyi jellegű ráfordítások emelkedtek szerényebb mértékben. Az 1999-2003 közötti időszakban bekövetkezett csökkenés mögött a versenyképességünk romlása áll elsősorban.

- Az építőipar bizonyult a legeredményesebbnek az ágazatok között a vizsgált időszakban. Azonban, ha megnézzük a mutató időbeli alakulását, azt látjuk, hogy a kedvezőbb eredményeket a vizsgált időszak első felében produkálta az ágazat, s a második felében már kevésbé volt eredményes. Ebben az ágazatban is - a mezőgazdasághoz hasonlóan – kirívóan kedvezőtlen év volt a vizsgált időszak utolsó éve, 2003.

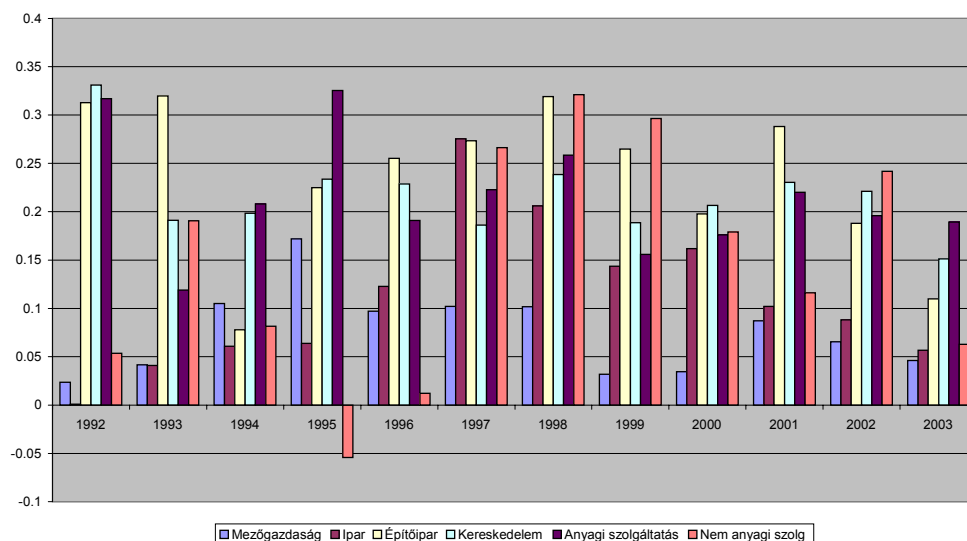
- A kereskedelmi ágazat eszközarányos jövedelmezőségét vizsgálva viszonylag egyenletes eredmények láthatók azok időbeli alakulását tekintve. Kiugróan magas ROA mutatót produkált az ágazat 1993-ban, amikor az értéke meghaladta a 14%-ot. Az egyenletes tendencia egyben jelzi, hogy az ágazat a kevésbé kockázatosok közé tartozik.

- Az anyagi szolgáltatások esetében a ROA mutató időbeli alakulására jellemző, hogy míg a vizsgált időszak elején változékony az eszközarányos nyereség alakulása, 1995-től viszonylag stabil képet mutat a mutató.

- A nem anyagi szolgáltatásoknál az általános trenddel ellentétes folyamatok játszódtak le. A vizsgált időszak elejére a hektikusság volt a jellemző, ám 1995-től szinte

folyamatos javulás figyelhető meg a ROA mutató alakulásában. Igaz, 1995-ben, a növekedés 2%-os értékről indult.

A ROE mutató vizsgálata



27. ábra A ROE mutató évenkénti alakulása ágazati bontásban

Forrás: saját számítás

A saját tőkére jutó eredmény évenkénti vizsgálatánál látható, hogy nem volt egyenletesen a sajáttőke-arányos eredmény időbeli alakulása (lásd a melléklet ábráit). Az 1993. évi drasztikus csökkenést egy kedvező, növekvő korszak követi 1998-ig, amikor a saját tőkére jutó nyereség a csúcspontját éri el a vizsgált időszakban, 23%-os ROE mutató értékkel. Ezt követően csökkenő tendenciát figyelhetünk meg, a mélypontját ez a mutató 2003-ban érte el 11%-os saját tőkére jutó nyereség értékkel.

Ágazati bontásban vizsgálva a mutatót, megfigyelhető, hogy az építőipar produkálta a legmagasabb nyereséget a saját tőkére vetítve, 23% körüli értékkel. Őt követi a kereskedelem és az anyagi szolgáltatás, majd a nem anyagi szolgáltatás és az ipar következik. A legutolsó a saját tőkére vetített nyereségeség tekintetében - nem meglepő módon- a mezőgazdaság. Az egyes ágazatok időbeli vizsgálatánál a következőket állapítottam meg:

- A mezőgazdaság esetében az 1992-95 közötti periódus egyenletes növekedést mutat a mutató tekintetében, az utána következő három évben átlagosan 10% volt az éves sajáttőke-

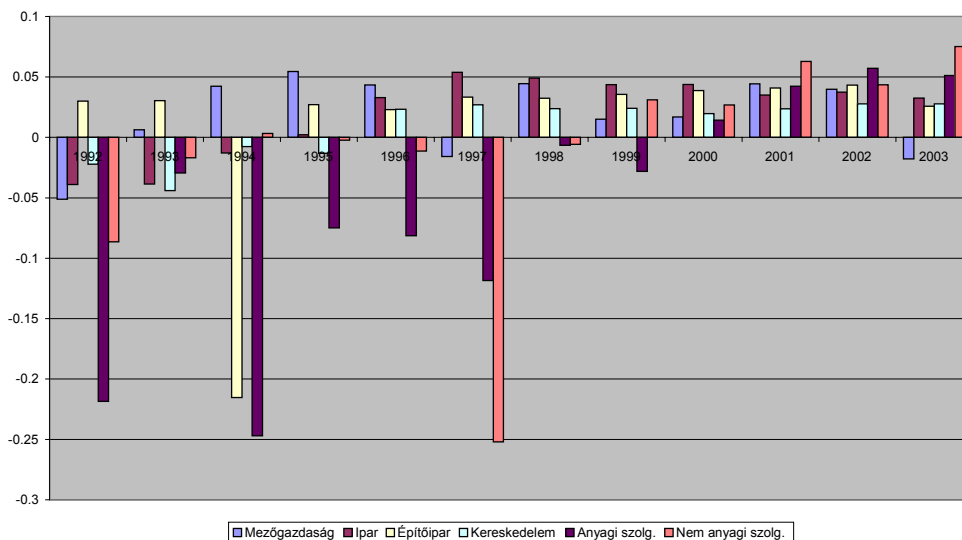
arányos nyereség nagysága. Az ezt követő időszakot egy ennél alacsonyabb és változékony nyereségesség jellemez.

- Az ipari szektor ROE mutatója 1997-98-ig növekvő tendenciát mutat, majd e csúcspont után hanyatló tendencia jellemző.

- Az építőipari ágazatot a hektikusság jellemzi a sajáttőke-arányos nyereség szempontjából. Itt is megállapítható azonban 1994-98-as periódusra – a mezőgazdasághoz hasonlóan – egy növekvő tendencia.

- A kereskedelemre a viszonylagos stabilitás jellemző e tekintetben is, kivéve a kiugróan magas 1992-es évet.

A nettó haszonkulcs alakulása



28. ábra A nettó haszonkulcs évenkénti alakulása ágazatonként 1992-2003 között

Forrás: saját számítás

A két jövedelmezőségi mutató kapcsolata a tőkeáttétel alakulása szempontjából is érdekes. Ha a ROE magasabb, mint a ROA, akkor a vállalat eszközarányos eredménye kisebb, mint a kötelezettségek után fizetendő átlagos kamatláb. (Mivel a saját tőkére jutó hozam csak akkor lehet magasabb az eszközarányos hozamnál, ha a kötelezettségek után a hitelezők arányosan kevesebb jövedelemre tartanak igényt. Ha tehát a ROE/ROA arány 1-nél nagyobb, jövedelmezőségi szempontból érdemes a vállalatoknak hitelt felvenni, ha egynél kisebb, a

vállalat a hitelezők számára dolgozik, és a kamatozó kötelezettség állomány leépítésében érdekelt. A mutató nagyságrendje ezen érdek erősségére is utal. Minél inkább közelít a mutató értéke a zérushoz, annál inkább nő a vállalat érdeke a tőkeáttétel csökkentésére, ha a mutató értéke az 1-t meghaladja, a ROA-nál olcsóbb hitelfelvétel annál jobban növeli a saját tőkére jutó eredményt. Ha eltekintünk az adózástól, a fenti összefüggést az áttételi hatás képlete is mutatja:

$$ROE = ROA + (ROA - R_d) * \frac{D}{E}$$

Megvizsgáltam a hitelfelvétel attraktivitásának logaritmikus változása és a bruttó tőkeáttétel logaritmikus változása közötti kapcsolatot. A logaritmizálást az esetleges szélsőséges változások hatásának tompítása miatt láttam szükségesnek, mivel feltételeztem, hogy a hitelezés attraktivitásának csökkenő a határhaszna, és tompítottan jelentkezik az áttétel változásában.

Ágazatonként box-plot ábrán keresztül mutattam ki a kapcsolatot az indikátorok mediánjának logaritmikus változása között. Magyarázó változó a ROE/ROA logaritmikus mediánjának éves változása, függő változó a tőkeáttétel mediánjának éves változása volt. Korrelációt nem alkalmaztam, mivel az idősorból származó 12 adat ezt nem tette lehetővé. Szorosabb kapcsolatot csak a szolgáltatások esetében találtam. Ezek ábráját mellékelem. A többi ágazat esetében nem volt kimutatható, hogy a jövedelmezőségi szempontok szerepet játszanának a tőkeáttétel alakulásában.

A jelenség magyarázatát abban látom, hogy a szolgáltatások rövid termelési ciklusú tevékenység, ahol jövedelmezőség csökkenését gyorsan követheti a beruházások és az eszközbefektetések változása. Ha a jövedelmezőség csökken, a vállalat visszafogja a beruházásait, amit hitelfelvételből hajtana végre, míg a jövedelmezőség emelkedése esetén, a konjunktúrát meglovagoló beruházások finanszírozása érdekében a vállalatok szívesen vesznek fel hitelt.

A hosszabb termelési ciklusú iparágak esetében a szolgáltatásoknál megtapasztalt viselkedésre sokkal kisebb lehetőség nyílik, mivel az eszközök sokkal kevésbé likvidek, és a menet közbeni változásra kevesebb mód nyílik.

5.2.4. A kutatás hipotézisei

Az általam választott kiindulás mikroökonómiai szemléletű, amit a vállalati adatbázis hozzáférhetősége indokol.

Kutatásom előzményének Baloghné Balla Andrea [2005] munkáját tekintem. A szerző a feldolgozóipari vállalatok és a tőzsdei cégek tőkeszerkezetéről készített empirikus vizsgálatot az 1992 – 2001 közötti időszakra. Az általa elért eredmények a dolgozatomban bemutatásra kerültek. A munkát olyan módon kívántam tovább folytatni, hogy vizsgálatomat kiterjesztettem a vállalati szektor egészére és a vizsgált időszakot megnőveltem az 1992-2003 közötti időszakra. Mivel a vizsgált időszak az átmeneti éveket öleli fel, ezért feltételezem, hogy a tényezők közötti kapcsolat eltérően alakulhatott az egyes szakaszokban. Az előző fejezetben megfogalmazottak szerint a tizenkét évet felosztottam a tőkeszerkezeti jellemzők alapján három korszakra. E felosztás alapján vizsgálom meg a releváns tényezőket, amely alapján - reményeim szerint - tovább tudom finomítani eddigi tudásunkat a vállalati tőkeszerkezet alapvető kérdéseiről Magyarország vonatkozásában.

A vizsgálati módszertan logikája a következő volt: először igyekeztem az egyes tényezők és a tőkeáttétel közötti kapcsolatot a korábban már ismertetett szegmensenként megvizsgálni, hogy ki tudjam szűrni a nagy mintában óhatatlanul előforduló outlier elemeket.

A heterogén mintából adódóan – ahol lehetséges volt – igyekeztem a szabványos statisztikai jellemzők helyett a robusztus statisztikában használt változókat alkalmazni: átlag helyett a mediánt, szórás helyett az abszolút eltérést.

Vizsgálendő hipotéziseim két részre oszlanak.

Az első részben megvizsgálom a mainstream elméletek alapján megállapított, tőkeszerkezetet befolyásoló vállalati tényezők Magyarországon való érvényesülését. Hipotézisem szerint e tényezők befolyásolják a tőkeszerkezetet Magyarországon is, azonban nem feltétlenül azonos irányban hatnak a döntésekre, mint a fejlett országokban (I. Hipotézis és alhipotézisei).

A hipotézisek második része olyan tényezőkre koncentrál, amely nem került a vizsgálatok célpontjába, elsősorban speciálisan az átmeneti gazdaságokban fejtik ki hatásukat a tőkeáttétel alakulására. Ezen hipotézisek esetében elméleti irodalma nincs a tényezőknek, hanem a vizsgálat igazolhatja létezésüket (II. Hipotézis és alhipotézisei).

I. Hipotézis: A tőkeszerkezetet befolyásoló „klasszikus” vállalati tényezők befolyásolják a vállalati tőkeszerkezetet Magyarországon, a kapcsolat iránya azonban nem feltétlenül egyezik meg az elmélettel és a fejlett országokban tapasztaltakkal. Klasszikus tényezők alatt a meghatározó angolszász szakirodalomban megfogalmazott magyarázó változókat értem.

Alhipotézisek:

Az eszközök összetétele – A választásos elmélet és az ügynök elmélet tesztelése

I/1: A magyar nagyvállalatok esetében a tárgyi eszközök aránya és a vállalati tőkeáttétel között negatív kapcsolat volt a 90-es évek közepéig. Ez a kapcsolat azonban a piacgazdaságra való áttéréssel, a 90-es évek második felétől fokozatosan pozitív irányúvá válik, hasonlóan a fejlett piacgazdaságú országokhoz.

Piacgazdasági viszonyok között minél nagyobb a tárgyi eszközök aránya az összes eszközön belül, annál nagyobb a vállalat tőkeszerkezetében a hitel aránya, mivel a tárgyi eszközök jó fedezetet jelentenek a bankok számára.

A választásos elmélet úgy gondolkodik, hogy a cégek addig a pontig vesznek fel hitelt, amíg a további egységnyi hitelfelvételből származó adómegetakarítás előnye egyenlő a potenciális pénzügyi nehézség költségének jelenértékével. Ha a vállalatnál magas a tárgyi eszközök aránya – amelyek jelentősebb értékvesztés nélkül eladhatók - akkor a pénzügyi nehézség és csőd költségei alacsony szinten tarthatók, tehát minél nagyobb a tárgyi eszközök aránya, annál magasabb kell, hogy legyen a hitel aránya a források között.

Az ügynök elmélet szerint az erősen eladósodott cég tulajdonosi hajlamosabbak optimum alatti befektetésekre (vagyis pozitív nettó jelenértékű beruházások elutasítására), azonban ha a vállalat rendelkezik tárgyi eszközökkel, amelyek fedezetként szolgálnak, akkor ez az anomália megszüntethető, a tárgyi eszközökkel bíró vállalatok számára a hitelezők hajlandóbbak kölcsönt adni a vállalatnak.

A piacgazdaságra áttérő országok, így Magyarország esetében is fontos figyelemmel lenni arra a tényre, hogy a 90-es évek közepéig hitelszűke volt, a bankok veszteséges hitelezési tevékenységük miatt nem nyújtottak jelentős mértékben új hiteleket. Azt is fontos

figyelembe venni, hogy a nagy állami vállalatok elavult eszközparkja nem jelentett megfelelő fedezetet a hitel biztosítékául.

A másik fontos tény e tekintetben a tárgyi eszközök másodlagos piacának hiánya. A bankok a fedezetként lefoglalt tárgyi eszközt nem, vagy csak nehézségek árán tudták értékesíteni. Feltételezésem szerint a 90-es évek második felétől kezdődően, a piacgazdasági elemek erősödésével azonban ezek a problémák fokozatosan mérséklődtek, majd megszűntek.

Ennek a hipotézisnek a tesztelése nehézségekbe ütközik olyan szempontból, hogy a tárgyi eszközök könyv szerinti értékét ismerem, a bankot viszont a fedezetek piaci értéke érdekli. A következtetések levonásakor erre a tényre fontos tekintettel lenni. Biztató eredmény ugyanakkor, hogy az üzleti érték és a könyv szerinti érték közötti kapcsolat vizsgálata során igen szoros, pozitív kapcsolatot mutatott ki Juhász [2004] Magyarország vonatkozásában is az 1999-2002 közötti évekre.

A vállalati méret - Választásos elmélet és az Ügynök elmélet tesztelése

1/2. A vállalat mérete és a vállalati tőkeáttétel között pozitív kapcsolat van.

A vállalat mérete befolyásoló erővel bír a tőkeszerkezetére.

A nagyobb vállalatok általában diverzifikáltabbak és kisebb a pénzügyi nehézség bekövetkezésének a valószínűsége, mint a kisebb cégeknél a *választásos elmélet* szerint. A kisebb cégeknél a felszámolási érték is kisebb, mint nagyobb cégtársaiknál. Így az adósság *költsége* relatíve alacsonyabb nagyobb cégek esetében. A fenti hipotézist erősíti az a tény is, hogy a nagyobb cégek több és hitelesebb információt szolgáltatnak a piac felé, ezáltal náluk kisebbek az információs aszimmetria miatt fellépő költségek. Továbbá a nagyobb cégek magasabb összegű hitelfelvétele miatt méretgazdaságosság is jelentkezik a bankoknál, hiszen egy hitelnyújtás jóval nagyobb bevételt jelent a banknak nagyvállalat esetén, a hitelnyújtás költségeivel összevetve. A fentiek miatt azt gondolom, hogy egy nagyobb vállalat magasabb tőkeáttétellel rendelkezik, mint egy kisebb.

Jövedelmezőség - A Hierarchia elmélet és a Választásos elmélet tesztelése

1/3. A vállalat jövedelmezősége és a vállalati tőkeáttétel között negatív kapcsolat van, azaz, ha rendelkezésre áll belső forrás – aminek lényeges eleme a vállalat nyeresége -, akkor finanszírozási szükségletét ebből, és nem hitelfelvételből fogja kielégíteni.

Feltételezem a népszerű *Hierarchia elmélet* érvényességét, amit alátámaszt az, hogy az eddigi empirikus kutatók többsége is negatív kapcsolatot tárt fel a két tényező között. A jövedelmező vállalatok számára általában rendelkezésre állnak belső források, így ezek körében a tőkeáttétel alacsonyabb, mivel kevésbé kell külső forrásért folyamodniuk.

A *Választásos elmélet* azt állapítja meg, hogy minél magasabb a vállalat jövedelme, annál magasabb tőkeáttétel kedvezőbb a vállalat számára az adópajzs kedvező hatása miatt.

A likviditás és a tőkeáttétel kapcsolata – A Hierarchia elmélet és az Ügynök elmélet tesztelése

1/4. Minél nagyobb egy vállalat likviditása, annál kisebb a tőkeáttétele.

A likviditással kapcsolatban többféle nézőpont létezik a tőkestruktúráról szóló elméletekben. A *hierarchia elmélet* - amely több kutatásban is bizonyítást nyert – azt mondja ki, hogy a magas likvid eszköz állománnyal rendelkező cégek ezt az eszközállományt mozgósítják beruházásaik finanszírozására, s nem fordulnak a bankokhoz hitelért (sem a befektetőkhez tőkéért).

A kutatók másik része amellet érvel, hogy azok a vállalatok vállalhatnak és kaphatnak jó eséllyel hitelt, akiknek magas a likviditási mutatójuk, mivel ők képesek teljesíteni hitel visszafizetési kötelezettségüket a bank felé.

Az *ügynök elmélet*ben is megjelenik a likvid eszközök kérdése, mégpedig annak kapcsán, hogy a hitelfelvétel pénzkifizetésre készíti a vállalatot (rendszeres kamat és tőketörlesztés), tehát kevesebb a szabad pénzeszköz mellyel az ügynök rendelkezhet. E logika alapján a cél az alacsony likvid eszköz arány, ami magas tőkeáttétellel kell, hogy párosuljon.

Azért választottam meg hipotézisemet a hierarchia elmélet alapján, mert a magyar történelmi hagyományokhoz, a magyar mentalitáshoz közelebb van az a nézet, hogy addig nyújtózkodj, ameddig a takaró ér, legalábbis a vizsgált időszakban a vállalatok csak akkor fordultak banki kölcsönforráshoz, ha saját erőből nem tudták megvalósítani céljaikat.

Üzleti kockázat – A választásos elmélet tesztelése

1/5. A vállalat üzleti kockázata és a tőkeáttétele között negatív kapcsolat van.

A vállalat üzleti kockázatát az üzleti eredmény volatilitásával mérem. A volatilis üzleti eredmény nem teszi lehetővé a magas fix adósságszolgálat fizetését, ezért e cégeknek

tartózkodniuk kell a nagyarányú hitelfelvételtől. A hitelfelvétel megnövelné a csőd bekövetkezésének valószínűségét, ahogy ezt a *választásos elmélet* is kimondja.

A kamat adópajzsa – Modigliani-Miller II. tétele és a Választásos elmélet tesztelése

I/6. A kamat adópajzsa és a vállalat tőkeáttétele között pozitív kapcsolat van.

Az érvényben lévő **adórendszer** befolyással bír a tőkeszerkezet alakulására. A vállalat vezetői arra törekcsenek, hogy a befektetők által realizált jövedelem maximális legyen. A társasági adó nagyságának változása, maga után vonja a tőkeszerkezet változását.

MM II. tétele az adópajzs jelentőségét túldimenzionálja levont következtetésével. A *választásos elmélet* felhívja a figyelmet arra, hogy az adópajzs csak az adófizető (nyereséges) vállalatok számára elérhető.

A társasági adó mértéke 40%-ról 1994-ben 36%-ra, majd 1994-ben felére, 18%-ra csökkent Magyarországon. Megvizsgálom, hogy e drasztikus csökkenés milyen hatással volt a vállalati tőkeszerkezetre.

Mivel a hitel kamata költségként elszámolható, a vállalat számára a hitelfelvétel kedvező hatása, hogy a kamatköltség adóalap csökkentő. Minél magasabb az adókulcs, ez a kedvező hatás annál nagyobb. Azt vélelmezem, hogy az adókulcs csökkenésének hatására a vállalatok átalakítják tőkeszerkezetüket, mivel jelentősen lecsökkent az adósság használatának az előnye, csökkentik az adósság arányát a tőkeszerkezetben.

Iparág – Csordaszellem tesztelése

I/7. Az ágazati hovatartozás befolyással bír a vállalat tőkeszerkezetére.

A vállalatok figyelik versenytársaikat és tartózkodnak az átlagtól túlságosan eltérő tőkeszerkezet kialakulásától. A jelenség elméleti magyarázata, hogy minden ágazatnak van egy jellemző kockázati karakterisztikája, amihez az adott ágazatba tartozó vállalatok tőkeáttételének hosszútávon igazodnia kell.

H2: A fejlett országokban azonosított tényezők nem nyújtanak elegendő magyarázatot a tőkeszerkezet változásaihoz a piacgazdaságra áttérő országokban, s ezen belül Magyarországon. Sajátos tényezők is megnyilvánulnak.

Alhipotézisek:

Tulajdonosi összetétel

II/1. A külföldi tulajdon nagysága befolyásolja a tőkeszerkezeti döntéseket.

Azok a vállalatok, ahol többségben van a külföldi tulajdon, könnyebben jutnak hitelhez, mert a bank számára jelzésként szolgál a külföldi tulajdonos jelenléte a vállalat kedvező gazdálkodásáról. A kilencvenes évek közepétől – miután a jelentős információs aszimmetria lecsökkent Magyarországon – a külföldi tulajdon jelzésértéke lecsökkent.

A tulajdonviszonyok átalakításának szükségszerűsége abból a tényből fakadt, hogy az állami irányítás alatt működő vállalatok alacsony hatékonysággal működtek, amely már nem volt fenntartható a továbbiakban. A privatizáció szükségszerűvé tette a külföldi befektetők felé történő nyitást, ami a tulajdonosi struktúra gyors változását hozta. Ennek eredményeképpen a külföldi tulajdon szerepe igen jelentős mértékű lett.

Sajátos tényezőként jön számításba a privatizáció, ami nagymértékben megnövelte a saját tőke arányát az összes forráson belül. A tömeges privatizáció lezárulásával az ország új tőkét vonzó képessége lényegesen csökkent. Jellemzővé vált, hogy ha külföldi a stratégiai tulajdonos, akkor magasabb a tőkeáttétel.

Feltételezésem szerint 1992-1995 között (a tömeges privatizáció lezárásáig) a tőkeszerkezetben meghatározó szerepe a saját tőkének van, amely növekvő tendenciát mutat. 1995 után a tőkeszerkezetben belül az idegen tőke jelentősége nő meg, különösen a többségi külföldi tulajdonú vállalatokban, s évről évre nő a tőkeáttétel nagysága, annak ellenére, hogy a vállalkozásba visszaforgatott adózott eredmény is növekvő tendenciát mutat.

A lejáratil illeszkedés vizsgálata

II/2. A magyar vállalatok esetében nem érvényesül a lejáratil illeszkedés elve, a vállalatok befektetett eszközeik egy részét rövid lejáratú forrással kénytelenek finanszírozni.

A lejáratil illeszkedés elve szerint a vállalatok befektetett eszközeiket hosszú lejáratú forrásokból finanszírozzák, forgóeszközeiket pedig rövidlejáratú forrásokból.

A finanszírozási stratégia kialakításánál fontos figyelembe venni azt az alapvető szabályt, hogy a tartós befektetéseket saját tőkével, vagy hosszú lejáratú hitellel kell finanszírozni, a

forgóeszközök finanszírozása lehetséges rövid lejáratú forrásokkal. E hipotézis keretében azt vizsgálom, hogy a vizsgált vállalatok betartják-e ezt a szabályt.

5.2.5. A megfigyelési változók

A következőkben bemutatom a hipotézisvizsgálat során alkalmazott mutatószámokat, az eredmény- és magyarázóváltozókat, azok leíró statisztikáit. Természetesen tudatában vagyok annak, hogy a tőkeáttételt – mint eredményváltozót – általában a vállalati menedzsment határozza meg s e döntésben nagy mértékben szerepet játszik a vállalat aktuális „állapota”, amely megmutatkozik a különböző pénzügyi mutatókban. Így a magyarázó változók és az eredményváltozók nem függetlenek egymástól. Éppen ezért a következtetések levonásakor kellő óvatossággal és körültekintéssel kell eljárni.

A tőkeáttétel mutatószámai (eredményváltozók):

Mivel a tőkeszerkezet a tartós források között szereplő idegen és saját források arányát jelenti, a tőkeszerkezettel foglalkozó kutatások többségében a források közül a hosszú lejáratú források szerepelnek a függő változóban. Magyarország és a többi közép-kelet-európai ország helyzete annyiban speciális e kérdéskör területén, hogy a 90-es évek közepéig, végéig a vállalatok kénytelenek voltak rövidlejáratú forrásokkal finanszírozni hosszú lejáratú eszközeiket a hosszú lejáratú források hiányában. A kutatók oly módon jelenítik meg ezt az anomáliát, hogy a tőkeáttételi mutatókban megjelenítik a rövid lejáratú hitelt is a tőkeáttételben. [például Colombo E., 2001, Baloghné Balla A., 2006] Az általam használt tőkeáttételi mutatók a következők:

- *Összes kötelezettség / Összes forrás:* A tőkeáttétel legszélesebb értelmezésű mutatója. Azt mutatja, mi marad a tulajdonosoknak a vállalat felszámolása esetén. Problémája, hogy nem mutatja meg, hogy felmerül-e a fizetéseképtelenség kockázata a vállalatnál a közeljövőben. Az összes kötelezettségben olyan tételek is szerepelnek, mint a szállítók, amelyek nem a vállalat hosszú távú finanszírozását szolgálják. Ezáltal ez a mutató felülbecsüli a tőkeáttételi mutatót.
- *Hosszú lejáratú kötelezettség / Összes forrás:* A tőkeáttételnek egy „finomabb” mutatója. A számlálóban csak a hosszú lejáratú idegen források szerepelnek, amely megfelel a klasszikus értelemben vett tőkeáttételnek. Megmutatja, hogy hosszú távon milyen az idegen források aránya az összes forráson belül. Rámutat a vállalat hitelképességére, hitelhez jutási lehetőségeire.

A befolyásoló tényezők változói (magyarázó változók):

Az eszközök összetétele: Tárgyi eszközök/ Összes eszköz

Vállalati méret: Létszám, árbevétel

Jövedelmezőség: ROA: Üzemi eredmény/Összes eszköz

Likviditás: Likvid eszközök/Rövid lejáratú kötelezettségek

A vállalat üzleti kockázata: ROA szórása

Adóteher mutató: (Adózás előtti eredmény - Adózott eredmény) / Adózás előtti eredmény

Tulajdonosi összetétel: Külföldi vállalat, Hazai vállalat

Lejáratú illeszkedés: Befektetett eszköz/(Saját tőke+Hosszú lejáratú kötelezettség)

A változók leíró statisztikáit az alábbi táblázat tartalmazza:

25. táblázat A hipotézisvizsgálat mutatóinak leíró statisztikája

Mutatók	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Összes kötelezettség / Összes forrás	17975	0.000	0.999	0.534	0.216
Hossz.kötelezettségl / Összes forrás	17975	0.000	0.998	0.077	0.119
Tárgyi eszköz / Összes eszköz	17975	0.000	0.997	0.337	0.210
Befektetett eszköz / (Saját tőke+Hosszú lejáratú kötelezettség)	17970	0.000	34.146	0.783	1.108
(Adózás előtti eredmény – Adózott eredmény) / Adózás előtti eredmény	17969	-113.857	76.365	0.156	1.817
Forgóeszköz / Rövid lejáratú kötelezettség	17958	0.018	1091.691	1.937	14.515
Üzemi eredmény / Összes eszköz	17975	-1.404	1.751	0.093	0.122
Nettó árbevétel (e Ft)	17975	0.001	1530631.447	9606.352	43336.130

Forrás: saját számítás

Az adatok alapján látható, hogy a hitelekben belül a hosszú lejáratú hiteleknek összességében csak kevés szerep jutott az időszak egészében. A tárgyi eszközök aránya az összes eszközön belül átlagosan 34%. A lejáratú illeszkedést vizsgáló mutató, a Befektetett eszköz/(Saját tőke + Hosszú lejáratú kötelezettség) mutatója jóval egy alatti érték, ami arra enged következtetni, hogy a magyar vállalatok betartják a lejáratú illeszkedés elvét. Az adóteher mutató átlagos értéke 16% körüli, míg a likviditási mutató azt jelzi, hogy a magyar vállalatok bőséges likviditással rendelkeztek a vizsgált időszakban átlagosan. A magas szórás azonban jelzi, hogy a vállalatok között igen nagy eltérések tapasztalhatók e tekintetben. A 9%-os jövedelmezőségi mutató nem tér el jelentősen a fejlett piacgazdasággal rendelkező országoktól.

5.2.6. A vizsgálatok eredményei

I. Hipotézis: A tőkeszerkezetet befolyásoló „klasszikus” vállalati tényezők befolyásolják a vállalati tőkeszerkezetet Magyarországon, a kapcsolat iránya azonban nem feltétlenül egyezik meg az elmélettel és a fejlett országokban tapasztaltakkal. Klasszikus tényezők alatt a meghatározó angolszász szakirodalomban megfogalmazott magyarázó változókat értem.

5.2.6.1. Az eszközök összetétele – A Választásos elmélet és az Ügynök elmélet tesztelése

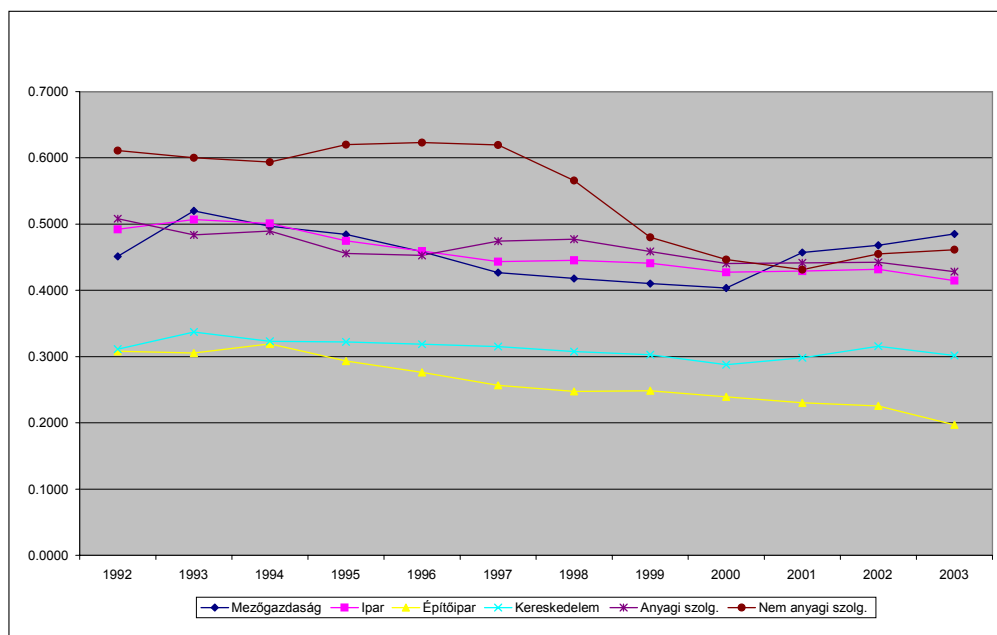
I/1: A magyar nagyvállalatok esetében a tárgyi eszközök aránya és a vállalati tőkeáttétel között negatív kapcsolat volt a 90-es évek közepéig. Ez a kapcsolat azonban a piacgazdaságra való áttéréssel, a 90-es évek második felétől fokozatosan pozitív irányúvá válik, hasonlóan a fejlett piacgazdaságú országokhoz.

A hipotézis tesztelése a tárgyi eszköz arány és a tőkeáttétel közötti korrelációs kapcsolat számszerűsítésével történik az egyes ágazatokban.

A vizsgált mutatók a következők:

- Tőkeáttételi mutató: Összes kötelezettség/Összes forrás
- Eszköz összetétel: Tárgyi eszköz/ Összes eszköz

A korrelációs kapcsolat megvizsgálása előtt megnézem a tárgyi eszköz arányának és a tőkeáttételnek a változását a vizsgált időszakban, ágazati bontásban.



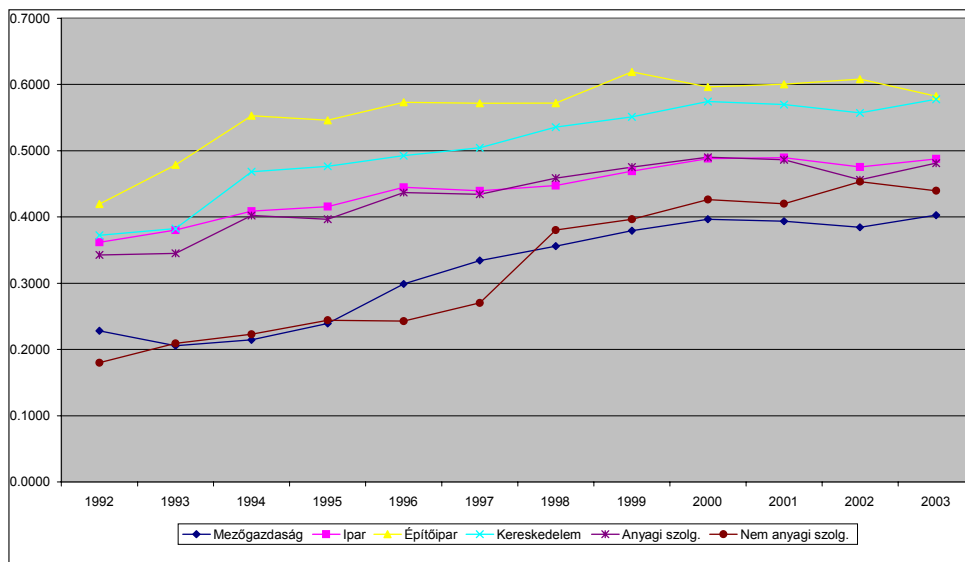
29. ábra A Tárgyi eszközök aránya az Összes eszközön belül az egyes ágazatokban nagyvállalatok esetén

Forrás: saját számítás

A tárgyi eszközök mérleg főösszegeen belüli aránya csökkenő tendenciát mutat a vizsgált időszakban. A grafikonon jól látszik, hogy minden ágazatnak megvan a saját, csak arra az ágazatra jellemző tárgyi eszköz szükséglete. A vizsgált időszakban, főleg az időszak első 2/3-ában a nem anyagi szolgáltatók rendelkeztek a legmagasabb tárgyi eszköz aránnyal az összes eszközön belül. Ez az arány az időszak utolsó harmadára erősen lecsökkent, s hasonlóvá vált a mezőgazdaság, az ipar, és az anyagi szolgáltatás arányaihoz (41% - 48%). Ettől lényegesen alacsonyabb tárgyi eszköz arány jellemző az építőiparra és a kereskedelemre. A tárgyi eszközök arányának csökkenése mögött a következő okok állhatnak:

A tárgyi eszközöket könyv szerinti értéken tartják nyilván, és az értékcsökkenéssel arányosan, folyamatosan csökken az értékük, míg a forgóeszközök folyamatosan kerülnek beszerzésre és felhasználásra. Két számjegyű inflációs viszonyok között a forgóeszközök könyv szerinti értéke az áremelkedések miatt gyorsan nő. A tárgyi eszköz csökkenés tehát elsősorban az eszközök értékelésének számviteli jellegzetességéből (nettó beszerzési érték) ered és a magas infláció érezteti hatását.

Most nézzük meg, mi jellemzi a tőkeáttétel változását a vizsgált időszakban:



30. ábra Az Összes kötelezettség/Összes forrás aránya az egyes iparágakban

Forrás: saját számítás

Az összes kötelezettség arány minden ágazatban növekedést mutat. Érdekes megfigyelni, hogy az a két ágazat - a kereskedelem és az építőipar – van a legjobban eladósodva, amely a legalacsonyabb tárgyi eszköz aránnyal rendelkezik, a vizsgált időszak egészében. Így kézenfekvő a következtetés: a magyar vállalatok esetében nem igazolódik az a tétel, mely szerint a nagyobb arányú hitelfelvételnek nagyobb tárgyi eszköz arány lenne a feltétele a vizsgált adatbázisban. Ezen összefüggés jelen időszakban azért sem lehet igaz, mivel az *induló eladósodottság nagyon alacsony*, viszont a vállalatoknak rendelkezni kellett a működéshez szükséges tárgyi eszköz állománnyal. Tehát a tárgyi eszköz állomány hiába lett volna elegendő a hitel fedezetére, a vállalatok ennek ellenére sem juthattak hitelhez, a szűkös hitelforrások miatt.

A hipotézis statisztikai vizsgálatához kiszámoltam a két tényező közötti korrelációs mutatókat.

26. táblázat A tárgyi eszköz arány és a tőkeáttétel kapcsolata ^a

	Mezőgazd.	Ipar	Építőipar	Keres- kedelem	Anyagi szolgáltatás	Nem anyagi szolgált.	Átlag
1992	-0,519**	-0,548**	0.010	-0,460**	-0,356**	-0,622*	-0,501**

	Mezőgazd.	Ipar	Építőipar	Kereskedelem	Anyagi szolgáltatás	Nem anyagi szolgált.	Átlag
1993	-0,345*	-0,465**	-0,662**	-0,245*	-0,527**	-0,704*	-0,505**
1994	-0,577**	-0,341**	-0,240	-0,324**	-0,403**	-0,883**	-0,501**
1995	-0,487**	-0,368**	-0,430**	-0,273*	-0,463**	-0,324	-0,472**
1996	-0,362*	-0,382**	-0,308	-0,325**	-0,484**	-0,495	-0,431**
1997	-0,413**	-0,311**	-0,269	-0,433**	-0,359**	-0,794*	-0,388**
1998	-0,398**	-0,199**	-0,172	-0,456**	-0,358**	-0,775**	-0,333**
1999	-0,296*	-0,159**	-0,265	-0,444**	-0,369**	-0,823**	-0,342**
2000	-0,363**	-0,157**	-0,239	-0,430**	-0,377**	-0,892**	-0,345**
2001	-0,484**	-0,190**	-0,178	-0,419**	-0,466**	-0,802**	-0,338**
2002	-0,616**	-0,192**	-0,176	-0,406**	-0,413**	-0,806**	-0,278**
2003	-0,549**	-0,192**	-0,292	-0,456**	-0,474**	-0,774**	-0,259**
Átlag	-0,472**	-0,281**	-0,287**	-0,261**	-0,286**	-0,733**	

^a: Pearson korreláció

** : A korreláció 0,01szinten szignifikáns (2-oldali próba)

* : A korreláció 0,05 szinten szignifikáns (2-oldali próba)

Forrás: saját számítás

Az előző ábrák alapján nem meglepő, hogy negatív kapcsolat mutatkozik a tárgyi eszközök aránya és a tőkeáttétel átlagos szintje között. Egyedül az építőiparban nem mutatható ki szignifikáns kapcsolat a két tényező között, két év kivételével (1993, 1995).

Időben vizsgálva a korrelációs kapcsolat alakulását az látszik, hogy a negatív kapcsolat gyengül. Ez mindössze annyit jelent véleményem szerint, hogy a növekvő hitelállomány és a csökkenő tárgyi eszközállomány közeledik egymáshoz.

Ágazat szerint vizsgálva a korrelációt, erős negatív kapcsolat látható a nem anyagi szolgáltatások és a mezőgazdaság esetén a tárgyi eszköz arány és a tőkeáttétel között.

Ez alapján a felállított hipotézisről a következők mondhatók: *igazolódott*, hogy a kilencvenes évek első felében negatív volt a kapcsolat a tárgyi eszköz arány és a tőkeáttétel között, ám ez a *negatív kapcsolat az időszak egészére jellemző*, nem következett be a kilencvenes évek közepétől sem a hipotézis második felében megfogalmazott változás.

A tárgyi eszközök és a nagyvállalati tőkeáttétel közötti kapcsolat vizsgálatának kiindulópontja az időszak kezdetén fennálló nagyon alacsony hitelállomány. A nagyvállalatok tárgyi eszköz fedezettel rendelkeztek ugyan, de a hitelfelvételnek egyéb, vállalaton kívüli akadályai voltak. Nem a kevés tárgyi eszköz volt az akadálya a hitelezés bővülésének, már csak azért sem, mert a piacgazdaságnak e korai szakaszában a bankok sem végeztek szigorú fedezet értékelést. Ezért a hipotézis vizsgálatánál nem a klasszikus kérdést kell vizsgálni, miszerint a tárgyi eszközök aránya és a vállalati tőkeáttétel közötti kapcsolat pozitív-e, hanem azt, hogy

a vizsgált 1992-2003 közötti időszakban végig érvényesült – e a tárgyi eszközök elegendő mennyisége, vagy a hitelfelvétel növekedésével a tárgyi eszközök hiánya jelentette a hitelfelvétel korlátját nagyvállalatok esetében.

A további vizsgálódás céljából megnéztem az átlagosnál jobban eladósodott vállalatok tárgyi eszköz arányát 2003-ban. Azt tapasztaltam, hogy az átlag felett eladósodott cégeknek az átlagos *alatti* a tárgyi eszközzel való ellátottságuk. Ebből azt a következtetést vontam le, hogy 2003-ban sem jelent még akadályt a tárgyi eszközök hiánya a vállalati hitelezés növekedésében, egyik ágazatban sem. Az adatokat a következő táblázat szemlélteti.

27. táblázat Az átlagosnál jobban eladósodott vállalatok tárgyi eszköz aránya 2003-ban

Iparág	Összes kötelezettség / Összes forrás	Tárgyi eszköz/ Összes eszköz	Az egész ágazatra jellemző (Tárgyi eszköz/Összes eszköz) arány
Mezőgazdaság	> 40,29%	42,43%	48,52%
Ipar	> 48,77%	39,00%	41,48%
Építőipar	> 58,22%	18,88%	19,71%
Kereskedelem	> 57,77%	23,91%	30,18%
Anyagi szolgáltatás	> 48,11%	35,11%	42,83%
Nem anyagi szolgáltatás	> 43,96%	23,86%	46,13%

Forrás: saját számítás

Összefoglalóan megállapítható, hogy az időszak egészére jellemző a tárgyi eszköz arány és a tőkeáttétel negatív kapcsolata. Nem érvényesül ugyan a Választásos elmélet és az Ügynök elmélet Magyarországon ebben az időszakban, de fontos figyelemmel lenni arra a tényre, hogy nem a tárgyi eszközök hiánya gördít akadályt a vállalati hitelfelvételnek, hanem az időszak első és második harmadára jellemző alacsony hitelállománynak vállalaton kívüli okai voltak. Megvizsgálva az időszak utolsó évét, szintén az állapítható meg, hogy megfelelő tárgyi eszköz fedezettel rendelkeztek a cégek a hitelállomány bővüléséhez.

5.2.6.2. A vállalat mérete: a választásos elmélet és az ügynök elmélet tesztelése

1/2. A vállalat mérete és a vállalat tőkeáttétele között pozitív kapcsolat van.

A méretet két szempont szerint vizsgáltam: létszám és árbevétel alapján.

A vizsgált mutatók a következők:

Méret:

a) Létszám alapján a következő méret kategóriákba soroltam a vállalatokat (az EU létszám kategóriái alapján):

- 10 fő alatti létszám: mikrovállalkozás
- 10 - 50 fő közötti létszám: kisvállalkozás
- 51- 250 fő közötti létszám: középvállalkozás
- 250 fő feletti létszám: nagyvállalat

b) A vállalatokat nettó árbevétel szerint decilisekbe osztottam.

A szakirodalomban általánosan használt mutató a méret jellemzésére az árbevétel természetes alapú logaritmus. Az indoklás szerint a transzformációra azért van szükség, hogy a logaritmikus jellegű eredeti eloszlást normális típusú eloszlássá alakítsák át. Kutatások azt bizonyítják, hogy a vállalati érték és a csőd költség között négyzetes viszony van [Warner, 1977; Bradbury és Lloyd, 1994], vagyis ha a csőd költség nő, a vállalati érték a csőd költség növekedésének négyzetével csökken. A csőd költség relatíve nagy a kisebb vállalatoknál és relatíve kicsi a nagyoknál. Mivel magyar vonatkozásban ilyen jellegű kutatás nem folyt, ezért én a létszám szerinti és a nettó árbevétel szerinti megkülönböztetést alkalmaztam a méret meghatározására.

Tőkeáttételi mutató: - Összes kötelezettség/Összes forrás

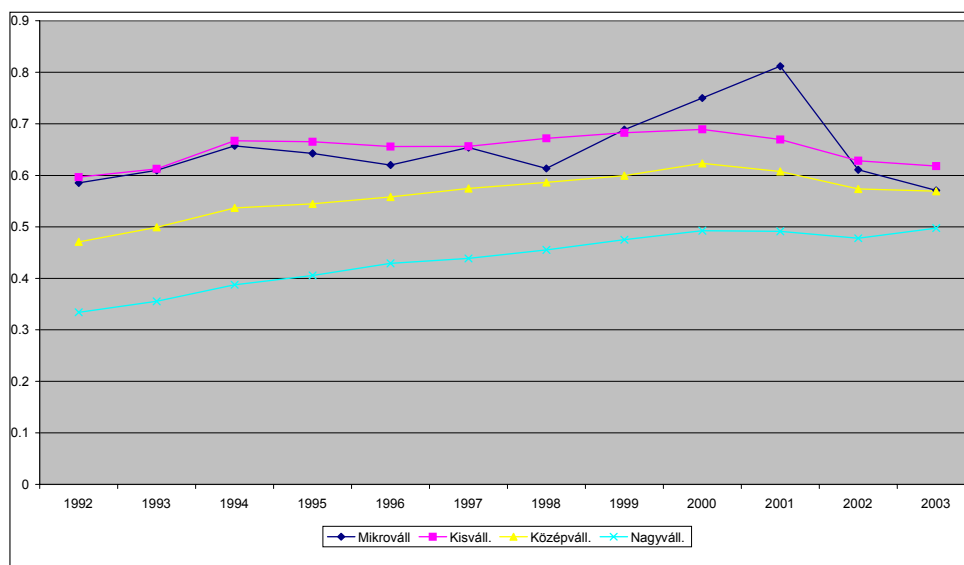
- Hosszú lejáratú kötelezettség/Összes forrás

28. táblázat A létszám alapján elkülönített vállalatok tőkeáttételi mutatóinak leíró statisztikája

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Létszám < 10					
Össz.kötelezettség/Össz.forrás	784	0	1.0	0.6227	0.270
Hossz.kötelezettség/Össz.forrás	784	0	1.0	0.0702	0.167
10 < Létszám <50					
Össz.kötelezettség/Össz.forrás	3016	0	1.0	0.6508	0.201
Hossz.kötelezettség/Össz.forrás	3016	0	1.0	0.0763	0.134
50 < Létszám <250					
Össz.kötelezettség/Össz.forrás	6571	0	1.0	0.5722	0.197
Hossz.kötelezettség/Össz.forrás	6571	0	1.0	0.0788	0.115
Létszám > 250					
Össz.kötelezettség/Össz.forrás	7604	0	0.98	0.4459	0.196
Hossz.kötelezettség/Össz.forrás	7604	0	0.88	0.0775	0.111

Forrás: saját számítás

A táblázatból egyértelműen látható, hogy a legkisebb összes kötelezettség aránnyal a nagyvállalatok rendelkeznek, ezután következnek a közepes vállalkozások, majd a mikrovállalkozások. A legtöbb adóssága a kisvállalkozásoknak van a vizsgált adatbázisban. A hosszú lejáratú kötelezettségarány vizsgálata azt mutatja meglepő módon, hogy méret szerint nincs nagy különbség a vállalatok között, minden méret kategóriában 7% körüli a hosszú lejáratú kötelezettség aránya az összes forráson belül. Így a hipotézis nem nyert igazolást a vizsgálat alapján, sőt fordított sorrendet állapítottam meg a vállalat mérete és a tőkeáttétel között az elmülethez képest. Egyedül a mikrovállalkozások nem illeszkednek teljesen bele ebbe a tendenciába, de a mikrovállalkozások esetén nem beszélhetünk tudatos tőkeszerkezet politikáról. A magyar adatok alapján, minél kisebb a vállalat, annál magasabb a tőkeáttétele. A meglepő eredmény további vizsgálata céljából megnéztem, hogy a vizsgált időszakra felfedezhető-e valamilyen irányú tendencia. Létszám szerinti bontásban az egyes évek tőkeáttételi mutatói a következők:

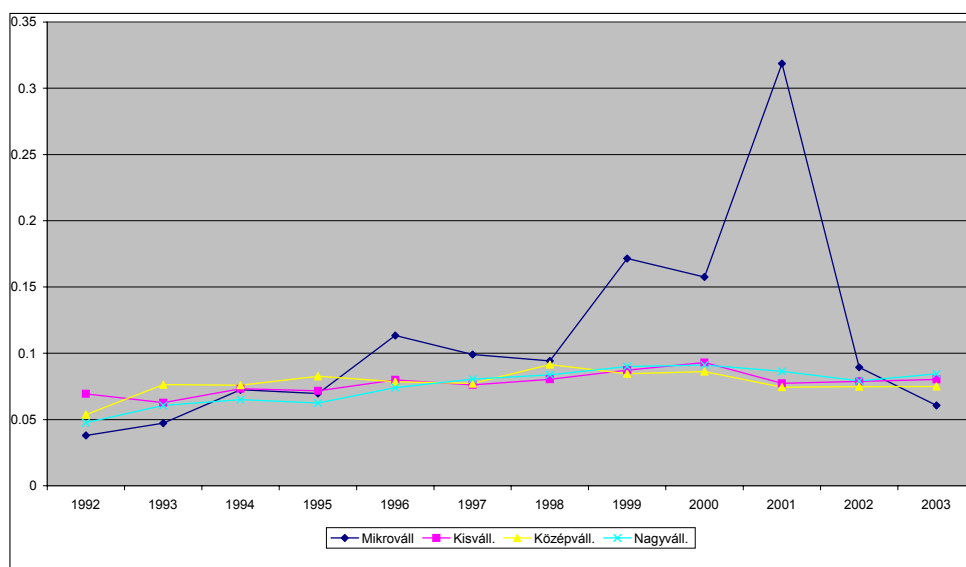


31. ábra A tőkeáttétel (Összes kötelezettség/Összes forrás) alakulása létszám kategóriánként

Forrás: saját számítás

A fenti ábra megerősíti a leíró statisztika eredményét, a nagyvállalatok rendelkeznek a legalacsonyabb kötelezettség aránnyal a vizsgált időszak egészében. Ez az arány az 1992-es 33%-ról 50%-ra nő 2000-re, és a vizsgált időszak végéig ez az adósságarány jellemző marad.

A középvállalatok már egy magasabb kötelezettség aránnyal (47%) rendelkeznek a vizsgált időszak elején, ami 2000-re 60% fölé emelkedik. 2000 után enyhe csökkenés figyelhető meg. A mikrovállalkozások és kisvállalkozások összes kötelezettség aránya nagyságrendjében hasonló képet mutat. A mikrovállalkozások esetében 1999-2001 között meredek növekedés következett be, 2002-re azonban ismét 60% körüli az összes kötelezettség aránya. Az időszak végére a nagyvállalatok és a kisvállalatok közötti tőkeáttételi rés kis mértékben csökkent.



32. ábra A Hosszúlejáratú kötelezettség/Összes forrás alakulása méret kategóriánként

Forrás: saját szerkesztés

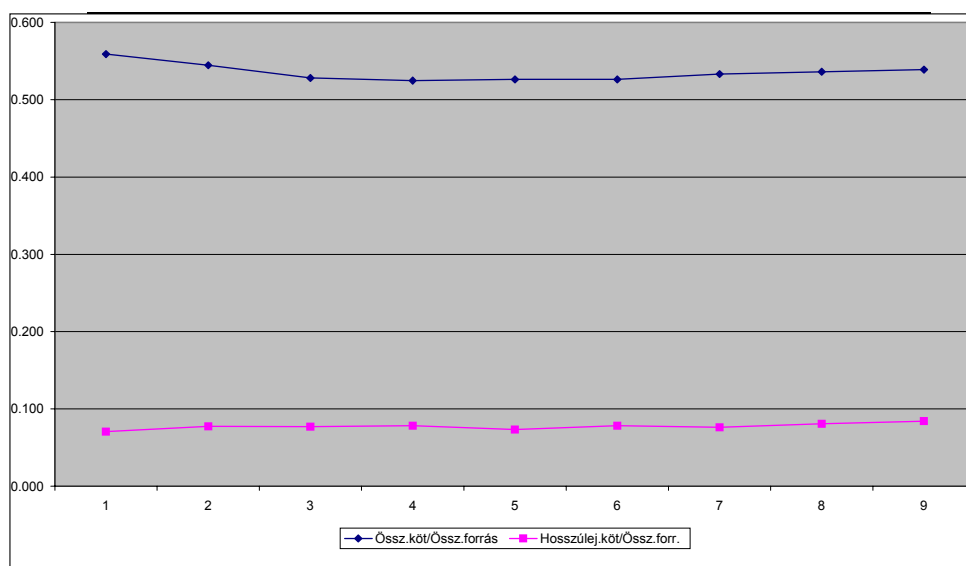
Külön kiemeltém a vizsgálatban a hosszú lejáratú kötelezettségek arányát, mivel a tőkeáttétel vizsgálatánál ennek van kiemelt szerepe. A hosszú lejáratú kötelezettségek aránya a különböző méretű vállalkozások esetén meglepően egységes képet mutat, méret szerinti bontásban nincs jelentős eltérés a hosszú lejáratú kötelezettségek arányában. Ez alól kivételt csak a mikrovállalkozások jelentenek, különösen 1999-2001 között tapasztalhatók kiugró értékek.

A hosszú lejáratú kötelezettségek aránya a vizsgált időszak elején 4-7% között mozgott. A nagyon lassú növekedés hatására 2000-re 8-9%-ra emelkedett az aránya, ezután kis mértékű csökkenés következett be.

A méret másik mutatójaként a vállalat nettó árbevételét választottam. Az árbevétel alapján decilisekre bontottam az adatbázist. Az árbevétel szerinti vizsgálat a következő eredményeket mutatja:

29. táblázat Az árbevétel alapján csoportosított vállalatok tőkeáttételi mutatói

Decilis	Árbevétel (M Ft)	Összes kötelezettség / Összes forrás	Hosszúlejáratú kötelez./ Összes forrás
10	392.4	0.559	0.071
20	889.8	0.545	0.077
30	1529.0	0.528	0.077
40	2279.5	0.525	0.078
50	3024.5	0.526	0.073
60	3908.3	0.526	0.078
70	5296.3	0.533	0.076
80	7830.9	0.536	0.081
90	15129.5	0.539	0.084



33. ábra A tőkeáttételi mutató alakulása az árbevétel decilisei szerint

Forrás: saját szerkesztés

A táblázatból és az ábrából egyértelműen látható, hogy az árbevétel alapján képzett csoportoknak nagyon hasonlóak a tőkeáttételi mutatóik. Nincs kimutatható összefüggés az árbevétel és a tőkeáttétel között.

Összességében a fenti vizsgálatok alapján a vizsgált hipotézist elvetem, nem igazolható a vállalati méret és a tőkeáttétel pozitív kapcsolata. Ha méret kifejezőjeként a vállalat létszámát tekintem és a vizsgált mutató az összes kötelezettség/összes eszköz, akkor éppen az ellenkezője igaz a magyar vállalatokra, nevezetesen, minél nagyobb egy vállalat annál kisebb a tőkeáttétele. Ha a vizsgált mutató a hosszú lejáratú kötelezettség/összes eszköz, akkor a vállalat mérete szerint nincs szignifikáns különbség a tőkeáttétel tekintetében a különböző méretű vállalatok között. Ha a méret kifejezője a vállalat nettó árbevétele, akkor egyik tőkeáttételi mutatóval sincs szignifikáns kapcsolata.

Ennek alapján nem igazolható magyar vállalati minta alapján a választásos elmélet és az ügynök elmélet.

5.2.6.3. Jövedelmezőség - a Hierarchia elmélet és a Választásos elmélet tesztelése

1/3. A vállalat jövedelmezősége és a vállalati tőkeáttétel között negatív kapcsolat van, azaz, ha a vállalat rendelkezésére áll belső forrás - aminek lényeges eleme az eredmény – akkor finanszírozási szükségletét ebből, és nem hitelfelvételből fogja kielégíteni.

E hipotézis a jövedelmezőség és a tőkeáttétel közötti kapcsolatot vizsgálja.

Tesztelése a tőkeáttételi mutatók és a ROA közötti korrelációs kapcsolat mérésével történik.

A vizsgált mutatók:

- *Jövedelmezőségi mutató: $ROA = \frac{\text{Üzemi eredmény}}{\text{Összes eszköz}}$*
- *Tőkeáttételi mutató: - $\frac{\text{Összes kötelezettség}}{\text{Összes forrás}}$*
- *Hosszúlejáratú kötelezettség/összes eszköz*

A hierarchia elmélet szerint minél nagyobb a vállalatok jövedelmezősége annál kisebb a hitelfelvételük, hiszen a magasabb eredményt, mint belső forrást a vállalatok előnyben részesítik a külső forrásokkal szemben. A hipotézist a ROA átlaga és két választott tőkeáttételi mutató korrelációs együtthatójával teszteltem.

Az adatokat háromféle csoportosításban vizsgáltam: évenként, ágazati bontásban, illetve tulajdonosi bontásban.

Az időbeli vizsgálat a következő eredményeket adta:

30. táblázat A jövedelmezőség és a tőkeáttétel kapcsolata^a

Év	Összes kötelezettség/ Összes eszköz	Hosszú lejáratú köt./ Összes eszköz
1992	0,107	-0,071*
1993	0,054	-0,061*
1994	0,053	-0,037
1995	-0,034	-0,063*
1996	-0,092**	-0,138**
1997	-0,066**	-0,099**
1998	-0,109**	-0,159**
1999	-0,125**	-0,190**
2000	-0,165**	-0,185**
2001	-0,138**	-0,174**
2002	-0,162**	-0,144**
2003	-0,133**	-0,122**

^a: Pearson korreláció

** : A korreláció 0.01 szinten szignifikáns (2-oldali próba)

* : A korreláció 0.05 szinten szignifikáns (2-oldali próba)

Ha az (Összes kötelezettség/Összes forrás)-t vizsgáljuk, az látható, hogy a jövedelmezőséggel szignifikáns kapcsolat 1996-tól van. A kapcsolat iránya 1995-től elvárásaimnak megfelelően negatív. A két tényező között azonban csak gyenge kapcsolat áll fenn. Az adatok azt sugallják, hogy a hierarchia elmélet tendenciájában érvényesül, a nagyobb jövedelmezőség az alacsonyabb tőkeáttétel irányába hat, hiszen a vállalatnak elegendő belső forrása van a növekedés finanszírozására. Ehhez hasonló eredményt mutat a másik tőkeáttételi mutatóval (Hosszúlejáratú kötelezettség/ Összes forrás) való vizsgálat is.

Az ágazati vizsgálat a következő eredményeket mutatja:

31. táblázat A ROA átlaga és a választott két tőkeáttételi mutató kapcsolata ágazatok szerint^a

Ágazat	Összes kötelezettség/ Összes forrás	Hosszú lejáratú kötelezettség/ Összes forrás
Mezőgazdaság	-0.556**	0.498**
Ipar	-0.003	-0.140**
Építőipar	-0.338**	-0.138
Kereskedelem	-0.215**	-0.136**
Anyagi szolgáltatás	0.060	-0.231**
Nem anyagi szolgáltatás	0.175	-0.344
Teljes minta	0,013	-0.181**

^a: Pearson korreláció

** : A korreláció 0.01 szinten szignifikáns (2-oldali próba)

A táblázat alapján elmondható, hogy az (Összes kötelezettség/Összes forrás) tekintetében a mezőgazdaságban és az építőiparban mutatkozik a jelentősebb negatív korreláció a jövedelmezőség és a tőkeáttétel között. A másik tőkeáttételi mutatót vizsgálva, négy ágazatban mutatkozik szignifikáns kapcsolat a két tényező között, a mezőgazdaságban azonban ez a kapcsolat pozitív irányú.

Végül megvizsgáltam tulajdonosi bontásban a jövedelmezőség és a tőkeáttétel kapcsolatát:

32. táblázat A ROA átlaga és a választott két tőkeáttételi mutató kapcsolata tulajdonlás szerint

Tulajdonlás	Összes kötelezettség/ Összes forrás	Hosszú lejáratú kötelezettség/ Összes forrás
Hazai	0.137**	-0.229**
Külföldi	-0.199**	-0.097**
Teljes minta	0.013	-0.181**

^a: Pearson korreláció

^{**}: A korreláció 0.01 szinten szignifikáns (2-oldali próba)

A hazai többségi tulajdonú vállalatok esetében (Hosszú lejáratú kötelezettség/Összes forrás) mutatóval vizsgálva kapunk az elméletnek megfelelő negatív kapcsolatot, a külföldi többségi tulajdonú vállalatok esetében mindkét tőkeáttételi mutatót vizsgálva negatív a kapcsolat iránya.

Összességében a jövedelmezőség és a tőkeáttétel kapcsolatát vizsgálva a magyar mintán az állapítható meg, hogy a két tényező közötti negatív kapcsolat tendenciájában teljesül. Egyelőre gyenge a kapcsolat a két tényező között.

Ennek alapján a vállalatok inkább a Hierarchia elméletnek megfelelően hozzák döntéseiket a tőkeszerkezettel kapcsolatban. Elvethető a Választásos elmélet, amely pozitív kapcsolatot tételez fel a két tényező között, mondván, hogy a jövedelmező cég arra törekszik, hogy hitelfelvétel útján kihasználja a kamat adópajzsát.

5.2.6.4. A likviditás és a tőkeáttétel kapcsolata – A hierarchia elmélet és az ügynök elmélet tesztelése

I/4. Minél nagyobb egy vállalat likviditása annál kisebb a tőkeáttétele.

E hipotézis a vállalat likviditása és tőkeáttétele közötti kapcsolatot vizsgálja. E kapcsolat ellenőrzésére a likviditási mutató és a tőkeáttételi mutató közötti kapcsolatot vizsgálom meg.

A hipotézis vizsgálatához a következő mutatószámokat számoltam ki:

- *Likviditási mutató: Likvid eszközök / Rövid lejáratú kötelezettségek*

A likviditási mutató a vállalat fizetőképességéről nyújt információt, más szóval arra ad feleletet, hogy a cég eleget tud-e tenni rövid lejáratú kötelezettségeinek a forgóeszközök felhasználásával. A forgóeszközök a cég tevékenysége során egy éven belül pénzeszközzé válnak, így lehetővé válik a forrás oldali rövid lejáratú kötelezettségek kielégítése. A túl magas mutató érték csak a hitelezők szempontjából optimális, ugyanis a forgóeszközök hozama általában kisebb, mint a befektetett eszközöké, túl nagy arányuk az eszközök között tehát csökkenti az eszközök átlagos hozamát. Ezen túlmenően azonban a mutató magas értéke még nem biztosíték a vállalat fizetőképességére vonatkozóan, hiszen ahogy az elméletben is szó volt róla a forgóeszközök egy része a tartós forgóeszközök csoportjába tartozik. Erre lehet példa a vállalat raktáraiban felhalmozódó eladhatatlan készletek sokasága, amelynek a finanszírozás nem megoldható rövid lejáratú forrásokból, hanem tartós források biztosíthatják csak a finanszírozást. Sőt a mutató egy alatti értéke sem jelent feltétlenül fizetésektelenséget, hiszen a folyamatos működés során, ha a forgóeszközök forgási sebessége kellően gyors, a rövid lejáratú kötelezettségek kitermelhetők.

- *Tőkeáttételi mutató: - Összes kötelezettség/ Összes forrás*

- *Rövid lejáratú kötelezettség/Összes forrás*

A likviditási mutató kapcsolatát két tőkeáttételi mutatóval is megvizsgálom. A második mutatóval (Rövid lejáratú kötelezettség/Összes forrás) azért célszerű megvizsgálni a kapcsolatot, mivel ebben szerepelnek a rövid lejáratú kötelezettségek, amelyek finanszírozzák a vállalat forgóeszközeit. Arra számítok, hogy likviditási mutató és a (Rövid lejáratú kötelezettség/Összes forrás) mutató között még erősebb lesz a kapcsolat, mint az elsőként említett (Összes kötelezettség/Összes forrás) mutatóval.

33. táblázat A likviditás (Forgóeszközök/Rövid lejáratú kötelezettségek) és a tőkeáttétel (Összes kötelezettség/Összes forrás) kapcsolata^a

	Mezőgazdaság	Ipar	Építőipar	Kereskedelem	Anyagi szolgáltatás	Nem anyagi szolgáltatás
1992	-0,566(**)	-0,107	-0,528(**)	-0,640(**)	-0,217	-0,731(*)
N	47	259	27	75	58	11
1993	-0,627(**)	-0,455(**)	-0,640(**)	-0,569(**)	-0,454(**)	-0,487
N	45	278	28	65	70	10

	Mezőgazdaság	Ipar	Építőipar	Kereskedelem	Anyagi szolgáltatás	Nem anyagi szolgáltatás
1994	-0,463(**)	-0,510(**)	-0,346(*)	-0,614(**)	-0,437(**)	-0,817(**)
N	45	299	33	74	69	9
1995	-0,605(**)	-0,505(**)	-0,761(**)	-0,646(**)	-0,447(**)	-0,760(*)
N	45	315	35	76	71	9
1996	-0,669(**)	-0,533(**)	-0,810(**)	-0,590(**)	-0,501(**)	-0,856(**)
N	47	345	37	79	89	9
1997	-0,719(**)	-0,633(**)	-0,646(**)	-0,581(**)	-0,418(**)	-0,739(*)
N	49	358	36	83	94	9
1998	-0,744(**)	-0,592(**)	-0,843(**)	-0,564(**)	-0,448(**)	-0,632(*)
N	51	377	39	93	105	11
1999	-0,778(**)	-0,623(**)	-0,785(**)	-0,534(**)	-0,479(**)	-0,593(*)
N	55	504	37	99	114	15
2000	-0,680(**)	-0,512(**)	-0,857(**)	-0,475(**)	-0,426(**)	-0,598(*)
N	56	423	42	113	118	15
2001	-0,726(**)	-0,557(**)	-0,764(**)	-0,592(**)	-0,465(**)	-0,646(**)
N	59	435	48	121	123	15
2002	-0,718(**)	-0,564(**)	-0,743(**)	-0,583(**)	-0,254(**)	-0,646(**)
N	58	420	48	113	113	15
2003	-0,673(**)	-0,561(**)	-0,721(**)	-0,551(**)	-0,182	-0,490
N	56	391	42	118	107	14

^a : Pearson korreláció

** : A korreláció 0,01 szinten szignifikáns (2-oldali próba)

* : A korreláció 0,05 szinten szignifikáns (2-oldali próba)

A táblázat adatai megerősítik a hipotézist: a két tényező között negatív kapcsolat van minden ágazat esetében.

Amennyiben magas a vállalat likviditása, úgy alacsony a tőkeáttétele. A magyar vállalatok esetén a hierarchia elmélet érvényesül.

Ágazatonként vizsgálva a kapcsolat erősségét, kiemelhető a mezőgazdaság és az építőipar. E két ágazatban látható a legszorosabb kapcsolat a likviditás és a tőkeáttétel között. Valószínűsíthető, hogy ezen ágazatok a hitelforrások hiánya miatt támaszkodnak saját likvid eszközeikre. Ezen ágazatok kockázatosságuk miatt nem tartoznak a bankok frekvenciált ügyfelei közé.

A legkevésbé szoros kapcsolat az anyagi szolgáltatások (szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás, szállítás, raktározás, posta, távközlés, ingatlanügyletek, gazdasági szolgáltatás) esetében tapasztalható, ráadásul két évben nem szignifikáns a két tényező közötti kapcsolat.

Megvizsgáltam a már említett másik tőkeáttételi mutatóval (Rövid lejáratú kötelezettség/ Összes forrás) is a likviditás kapcsolatát.

34. táblázat A likviditás (Forgóeszközök/Rövid lejáratú kötelezettségek) és a tőkeáttétel (Rövid lejáratú kötelezettség/Összes forrás) kapcsolata ^a

	Mezőgazdaság	Ipar	Építőipar	Kereskedelem	Anyagi szolg.	Nem anyagi szolgáltatás
1992	-0,572(**)	-0,104	-0,639(**)	-0,657(**)	-0,241	-0,683(*)
N	47	259	27	75	58	11
1993	-0,642(**)	-0,527(**)	-0,626(**)	-0,556(**)	-0,427(**)	-0,605
N	45	278	28	65	70	10
1994	-0,557(**)	-0,560(**)	-0,531(**)	-,702(**)	-0,413(**)	-0,816(**)
N	47	299	33	74	69	9
1995	-0,705(**)	-0,586(**)	-0,768(**)	-0,595(**)	-0,397(**)	-0,653
N	44	315	35	76	71	9
1996	-0,671(**)	-0,617(**)	-0,539(**)	-0,564(**)	-0,514(**)	-0,759(*)
N	47	345	38	79	89	9
1997	-0,746(**)	-0,664(**)	-0,833(**)	-0,568(**)	-0,370(**)	-0,644
N	49	358	36	83	94	9
1998	-0,722(**)	-0,606(**)	-0,721(**)	-0,445(**)	-0,269(**)	-0,641(*)
N	51	377	39	93	105	11
1999	-0,768(**)	-0,629(**)	-0,603(**)	-0,462(**)	-0,401(**)	-0,549(*)
N	55	405	37	99	114	15
2000	-0,685(**)	-0,518(**)	-0,687(**)	-0,522(**)	-0,374(**)	-0,489
N	56	423	42	113	118	15
2001	-0,733(**)	-0,592(**)	-0,677(**)	-0,537(**)	-0,395(**)	-0,546(*)
N	59	435	48	121	113	15
2002	-0,770(**)	-0,553(**)	-0,638(**)	-0,487(**)	-0,389(**)	-0,478
N	58	450	48	113	113	15
2003	-0,757(**)	-0,576(**)	-0,670(**)	-0,496(**)	-0,367(**)	-0,499
N	56	391	42	118	107	14

^a : Pearson korreláció

** : A korreláció 0,01 szinten szignifikáns (2-oldali próba)

* : A korreláció 0,05 szinten szignifikáns (2-oldali próba)

A fenti táblázat nem igazolja eredeti elképzeléseimet, a kapcsolat szorossága a likviditás és a tőkeáttétel között ebben az esetben is hasonló, mint az előző táblázatban, amikor a tőkeáttétel mutatójául az (Összes kötelezettség/Összes forrás) mutatót választottam.

A vizsgálat megerősíti a Hierarchia elmélet érvényességét, nevezetesen, ha a vállalat számára likvid, felhasználható eszközök állnak rendelkezésre, nem vesz fel hitelt a vállalat finanszírozásához.

Az ügynök elmélet nem igazolható a magyar minta alapján. Az elmélet szerint a magas likvid eszközök a tulajdonosokat magas hitelállomány fenntartására ösztönzik, hogy a vállalat vezetését rákényszerítsék a szigorú gazdálkodásra.

5.2.6.5. *Üzleti kockázat – A választásos elmélet tesztelése*

1/5. A vállalat üzleti kockázata és a tőkeáttétele között negatív kapcsolat van.

A vállalat eszközei akkor kockázatosak, ha az eszközök által megtermelt pénzáram várható értéke erősen ingadozik. A növénytermelő gazdálkodók eszközei kockázatosak, mivel a gazdálkodók éves pénzhozama erősen függ az időjárástól és az állami szabályozók (támogatások) alakulásától. A nehéz- vegyipar és a kohászat eszközei szintén erősen kockázatosak, mivel az iparág pénzáram-termelő képessége konjunktúrafüggő. Klasszikusan alacsony kockázatú iparágak a kereskedelmi üzletláncok, az élvezeti cikkek gyártása és az élelmiszeripar. Ami a forrásokat illeti, az a biztos forrás, ami a vállalatnál rendelkezésre áll, és nem kell a jövőben visszafizetni. Ez a vállalat működési pénzárama és a saját tőkéje. A kockázatos forrás pedig az, amit vissza kell fizetni, vagy várhatóan le kell írni veszteségként, azaz a kötelezettségek, a passzív időbeli elhatárolás és a céltartalék.

A vállalat üzleti kockázatát az üzleti eredmény volatilitásával mérem. A volatilis üzleti eredmény nem teszi lehetővé a magas fix adósságszolgálat fizetését, ezért e cégeknek tartózkodniuk kell a nagyarányú hitelfelvételtől. A hitelfelvétel megnövelné a csőd bekövetkezésének valószínűségét.

A tényezők közötti kapcsolat vizsgálatánál két mutató kiszámításával végeztem el az elemzést.

Kiszámoltam az *Összes kötelezettség / Összes forrás* arányt, ami mutatja, hogy az adott ágazatba tartozó vállalatok milyen mértékben használnak visszafizetési kötelezettséggel bíró – kockázatos - forrásokat. Az eszköz oldali kockázat mérőszámául az eszközarányos nyereség szórását választottam, amellyel az adott ágazat kockázatosságát mértem eszköz szinten.

A számított tőkeáttételi mutató:

- *Összes kötelezettség / Összes forrás* Azért alkalmaztam ezt a tőkeáttételi mutatót, mivel a vállalat finanszírozási kockázatát akartam számszerűsíteni. Az elemzett időszak első kétharmadában a hosszú lejáratú kötelezettségeknek nagyon alacsony volt az aránya a hazai bankok hitelpolitikája miatt. Ebben az időszakban (90-es évek) a vállalatok rövid lejáratú hitelt vettek fel, ami indokoltá teszi, hogy a számlálóban az összes idegen forrás szerepeljen.
- *Hosszú lejáratú kötelezettség / Összes forrás*

A kockázat mérőszáma:

- ROA szórása: az éves adatok szóródása, vállalatonként egy adat
- ROA szórása ágazatonként: Az eszközarányos nyereség szórásának ágazatonkénti kiszámításával arra keresem a választ, hogy milyen az ágazatok kockázatossága, illetve hogyan viszonyulnak egymáshoz az ágazatok kockázatosság tekintetében.

A hipotézis vizsgálatát a vállalati ROA szórása és a tőkeáttétele közötti korrelációs kapcsolat számszerűsítésével végeztem el ágazati bontásban.

35. táblázat A ROA szórása és a választott két tőkeáttételi mutató korrelációja ágazatok szerint ^a

Ágazat	Összes kötelezettség/ Összes forrás	Hosszú lejáratú kötelezettség/ Összes forrás
Mezőgazdaság	0.422**	0.287*
Ipar	0.189**	0.022
Építőipar	-0.016	-0.120
Kereskedelem	-0.077	-0.074
Anyagi szolgáltatás	0.123*	-0.233*
Nem anyagi szolgáltatás	0.574**	-0.128
Teljes minta	0.102**	-0.108*

^a: Pearson korreláció

** : A korreláció 99%-os szinten szignifikáns (2-oldali próba)

* : A korreláció 95%-os szinten szignifikáns (2-oldali próba)

A hipotézis által vélelmezett negatív korrelációs kapcsolatot az (Összes kötelezettség/Összes forrás) esetében csak az építőipar és a kereskedelem ágazatban kaptam és ezek túlságosan kicsik és nem szignifikánsak. Közepesen erős, de pozitív irányú kapcsolatot találtam a mezőgazdaság és a nem anyagi szolgáltatásban, és itt 0,01-es szignifikancia szinten állítható, hogy a korrelációs kapcsolat értéke nem nulla. E két ágazat esetében a hitelfelvétel növekedése alacsony jövedelmezőségű években vélhetően kényszer. A ROA magas volatilitása általánosan alacsony jövedelmezőséggel párosul és az ezen ágazatban dolgozó vállalkozások a veszteséges időszakokat vélhetően hitel felvételével vészelik át. A nem anyagi szolgáltatások esetében vélhetően ez játszik szerepet a menedzsment döntéseiben

A másik választott tőkeáttételi mutató (Hosszú lejáratú kötelezettség/Összes forrás) és a ROA szórása között nem találtam értékelhető kapcsolatot. Az összes változó esetében független kapcsolatról van szó.

Az üzleti kockázat és a tőkeáttétel kapcsolatát megvizsgáltam tulajdonosi bontásban is. Ekkor a következő eredményeket kaptam:

36. táblázat A ROA szórása és a választott két tőkeáttételi mutató korrelációja tulajdonlás szerint

Tulajdonlás	Összes kötelezettség/ Összes forrás	Hosszú lejáratú kötelezettség/ Összes forrás
Hazai	0.126**	-0.085*
Külföldi	0.051	-0.160*
Teljes minta	0.102**	-0.108*

^a: Pearson korreláció

** : A korreláció 99%-os szinten szignifikáns (2-oldali próba)

* : A korreláció 95%-os szinten szignifikáns (2-oldali próba)

Érdekes módon a hazai és külföldi tulajdon szerint vizsgálva a ROA szórása és a tőkeáttétel közötti kapcsolatot, az elmélet által jelzett összefüggést a (Hosszú lejáratú kötelezettség/Összes forrás) esetében találjuk meg, de a korrelációs értékek túlságosan kicsik ahhoz, hogy egy gyenge kapcsolatot is vélelmezhetnénk.

A fenti vizsgálatok alapján az látható, hogy az eredmény volatilitása és a tőkeáttétel szintje között nincs az elmélet által előrejelzett kapcsolat, az üzemi eredmény bizonytalansága az idegen tőke/saját tőke arányt nem befolyásolja érdemben a vizsgált időszakban.

5.2.6.6. A kamat adópajzsa – Modigliani-Miller II. tételének tesztelése

1/6. A kamat adópajzsa és a vállalat tőkeáttétele között pozitív kapcsolat van.

Az érvényben lévő **adórendszer** befolyással bír a tőkeszerkezet alakulására. A vállalat vezetői arra törekszenek, hogy a befektetők által realizált jövedelem maximális legyen. A társasági adó nagyságának változása maga után vonja a tőkeszerkezet változását.

A társasági adó mértéke 40%-ról 1994-ben 36%-ra, majd 1995-ben felére, 18%-ra csökkent Magyarországon. Megvizsgálom, hogy az 1995-ben bekövetkezett drasztikus csökkenés milyen hatással volt a vállalati tőkeszerkezetre.

Mivel a hitel kamata költségként elszámolható, a vállalat számára a hitelfelvétel kedvező hatása, hogy a kamatköltség adóalap csökkentő. Minél magasabb az adókulcs, ez a kedvező hatás annál nagyobb (talán ez az egyetlen pozitív hatása az adóemelésnek a vállalat szempontjából). Jelen esetben az adókulcs csökkenéséről van szó, vajon ennek hatására a

vállalatok átalakítják-e tőkeszerkezetüket, mondván, hogy jelentősen lecsökkent az adósság használatának ez az előnye, s csökkentik az adósság arányát a tőkeszerkezetben.

A vizsgált mutatószámok:

Az adóelőny mértékének mérésére az adóteher mutatót használtam.

- *Adóteher mutató: (Adózás előtti eredmény - adózott eredmény)/Adózás előtti eredmény.*

Minél nagyobb a mutató értéke, annál nagyobb adóteher sújtja az adózás előtti eredmény egy forintját.

- *Tőkeáttételi mutató: Összes kötelezettség/Összes forrás (külön hitel adatok az adatbázisból nem voltak kinyerhetők).*

Mivel a vizsgált időszakban 1994 és 1995 között volt a legnagyobb hatású változás a vállalatok eredményét terhelő adó tekintetében, ezért ezt az időszakot választottam annak vizsgálatára, hogy milyen érzékenyen reagál a vállalatok tőkeszerkezete a hitelek adóelőnyének csökkenésére. A tőkeáttételi mutató alakulásának általános vizsgálatából azonban már látható volt, hogy a vizsgált időszakban a tőkeáttétel – más tényezők hatására – folyamatosan növekedett. Ezért a mintát szegmentáltam. Azt vélelmeztem ugyanis, hogy csak azon vállalkozások fogják tőkeáttételüket mérsékelni, akik eddig nagymértékben vettek igénybe hitelt tevékenységük finanszírozásához. Ezért a mintát a tőkeáttétel mediánja mentén (ami kerekítve 0,5 volt) két részre osztottam. Külön vizsgáltam az átlagos adóteher alakulását és a tőkeáttétel szintjét a 0,5 fölötti és az ezt nem meghaladó vállalati szegmensben. A vizsgálat eredményét az alábbi két táblázat mutatja:

37. táblázat A 0,5-es tőkeáttételt nem meghaladó vállalkozások átlagos tőkeáttétel és adóteher adatai

	1994		1995		Különbség (1995-1994)	
	tőkeáttétel	adóteher	tőkeáttétel	adóteher	tőkeáttétel	adóteher
Ágazat						
Mezőgazdaság	0.229	0.181	0.260	0.343	0.031	0.162
Ipar	0.297	0.130	0.313	0.135	0.016	0.005
Építőipar	0.361	0.280	0.377	0.146	0.017	-0.133
Kereskedelem	0.331	0.292	0.356	0.068	0.025	-0.223
Szolgáltatás	0.260	0.250	0.275	0.135	0.014	-0.114
Átlag	0.299	0.196	0.320	0.143	0.021	-0.053

Az alacsony tőkeáttételű szegmensben annak ellenére növekedett a tőkeáttétel, hogy az adóteher átlagosan 5 fillérrel csökkent az adózás előtti eredmény minden egyes forintjára. Az ágazati adatokat tanulmányozva látható, hogy a legnagyobb növekedés a kereskedelem területén ment végbe annak ellenére, hogy ott volt a legnagyobb az adóteher csökkenése, 22 fillér. A meglepő adat valószínűleg annak a következménye, hogy a szállítóállomány növekedett, ez okozhatta a tőkeáttételi mutató növekedését.

38. táblázat A 0,5-es tőkeáttétel feletti vállalkozások átlagos tőkeáttétel és adóteher adatai

Ágazat	1994		1995		Különbség (1995-1994)	
	tőkeáttétel	adóteher	tőkeáttétel	adóteher	tőkeáttétel	adóteher
Mezőgazdaság	0.704	0.210	0.688	0.207	-0.017	-0.003
Ipar	0.671	0.441	0.655	0.074	-0.017	-0.367
Építőipar	0.706	0.355	0.678	0.107	-0.028	-0.249
Kereskedelem	0.745	0.290	0.738	0.186	-0.007	-0.105
Szolgáltatás	0.705	0.263	0.718	0.111	0.013	-0.152
Átlag	0.717	0.327	0.710	0.141	-0.007	-0.186

Az előző csoporthoz képest eltérően alakult az eladósodottabb szegmensben lévő vállalkozások tőkeáttétele. Itt a hitelek adóelőnye drasztikusabban csökkent - átlagosan 18 fillérrel - , mint a kevésbé eladósodott cégek esetében, és itt az átlagos eladósodottság is csökkent, habár kis mértékben. A tőkeáttétel csökkenése minden ágazat esetében megfigyelhető volt, kivéve a szolgáltatásokat. A minta erre vonatkozóan nem ad adatot, de vélelmezhető, hogy az átlagosnál magasabb tőkeáttétel alakulásában a tulajdonosi hiteleknek is lehetett szerepük, ami a hitelek adóelőnyének mérséklődése miatt már nem volt érdemes alkalmazni a korábbi szinten. A tőkeáttétel legnagyobb mértékben az építőipar esetében csökkent, és itt volt a második legjelentősebb mértékű az adóelőny csökkenése. Az átlagot meghaladó mértékben csökkent az ipar és a mezőgazdaság tőkeáttétele is. (Az iparban volt egyébként a legnagyobb a hitelek adóelőnyének a csökkenése.)

Összefoglalva: az átlag alatt eladósodott vállalkozások nem reagáltak a tőkeszerkezetükben a társasági adóváltozásra, s emiatt nem csökkentették a hitelállományukat, arra való hivatkozással, hogy csökken a kamat adómegetakarítási hatása, hiszen számukra ez az előny eddig sem volt magas. Az átlag felett eladósodott vállalatok viszont érzékelték a társasági adócsökkenés miatt bekövetkező változásokat, s kismértékben ugyan, de csökkentették a hitelállományukat. Ezt a tényt nagyra értékelhetjük, hiszen az egész időszakra jellemző

dinamikusan növekvő hitelállomány dacára, az átlag felett eladósodott vállalatok a társasági adózásban bekövetkező változások hatására csökkentették hitelállományukat. Ez alapján elfogadom a felállított hipotézist, igaz az, hogy a vállalatok törekszenek az adópajzs kihasználására, az adórendszernek befolyásoló szerepe van a tőkeáttételre.

5.2.6.7. Iparág – Csordaszellem tesztelése

1/7. Az ágazati hovatartozás befolyással bír a vállalat tőkeszerkezetére.

A vállalatok figyelik versenytársaikat és tartózkodnak az átlagtól túlságosan eltérő tőkeszerkezet kialakulásától. A jelenség elméleti magyarázata, hogy minden ágazatnak van egy jellemző kockázati karakterisztikája, amihez az adott ágazatba tartozó vállalatok tőkeáttételének hosszútávon igazodnia kell. Az ágazati hovatartozásnak azért is van jelentősége, mert a nagy tárgyi eszközigényű vállalatoknak lehetősége van magasabb tőkeáttétel kialakítására, míg a kevesebb tárgyi eszközzel, s több immateriális eszközzel rendelkező vállalatok alacsonyabb tőkeáttétellel rendelkeznek az elmélet szerint. Véleményem szerint emellett még fontos hangsúlyt kap az is, hogy az adott ágazat mennyire érzékeny a gazdasági ciklusokra. Amennyiben érzékeny – pl. vaskohászat, építőipar – akkor nem működhet sok idegen forrással, mert recesszió esetén fizetési nehézségei támadnak.

Az ágazat jelentőségét a vállalatok tőkeszerkezetében varianciaanalízis segítségével vizsgáltam, tekintettel arra, hogy az ágazat minőségi változó. Az ágazati besorolás TEÁOR kódjának első két számjegyét alkalmaztam magyarázó változóként. Nullhipotézisem az volt, hogy az egyes ágazatokban a tőkeszerkezeti mutatók átlagai azonosak. Az ágazat magyarázó erejét az eta változó mutatja, melynek értéke 0 és 1 között lehet. Értékelése a korrelációs együtthatóhoz hasonló, 1-hez közeli érték erős magyarázó erőt, 0-hoz közeli érték gyenge magyarázó erőt jelent. Az ágazatok magyarázó erejének vizsgálatát nemcsak a teljes sokaságra, hanem időszakonként és méret szerinti csoportosításban is elvégeztem. Az 1992-2003 közötti időtartamot az általam már az elméleti részben bemutatott okok miatt három szakaszra osztottam:

- szakasz: 1992-1995,
- szakasz: 1996-1999,
- szakasz: 2000-2003.

Méret szerint is megvizsgáltam az ágazat magyarázó erejét, a csordaszellem érvényesülését. Itt a vállalkozásokat létszám szerint négy kategóriába osztottam az EU irányelveknek megfelelően:

- 10 fő alatti létszám: mikrovállalkozás
- 10 - 50 fő közötti létszám: kisvállalkozás
- 51- 250 fő közötti létszám: középvállalkozás
- 250 fő feletti létszám: nagyvállalat

Vizsgálandó változónak két tőkeáttételi mutatót választottam

- *Összes kötelezettség/Összes forrás*
- *Hosszú lejáratú kötelezettség/ Összes forrás.*

Az egyes időszakokban az ágazatok magyarázó erejét az egyes tőkeáttételi mutatók vonatkozásában az alábbi táblázat tartalmazza:

39. táblázat Az eta mutató értéke az egyes időszakokban

Szakaszok	Összes kötelezettség/ Összes forrás	Hosszú lejáratú kötelezettség/ Összes forrás
1992-1995	0,498	0,244
1996-1999	0,493	0,349
2000-2003	0,456	0,378
Teljes minta	0,474	0,297

Mivel az eta négyzete mutatja a magyarázó változó hatását a függő változóra, ezért megállapítható, hogy a csordaszellem csak mérsékelten érvényesült a vizsgált időszak mindegyikében. Az ágazat magyarázó ereje kb. kétszer erősebb, ha az (Összes kötelezettség/Összes forrás) mutatót választom tőkeáttételi mutatónak, mintha a (Hosszú lejáratú kötelezettség/ Összes forrás) mutatót. A jelenségnek az lehet a magyarázata, hogy a hosszú lejáratú kötelezettség nagyságát inkább vállalat specifikus tényezők határozzák meg, mint pl. kedvezményes hitellehetőségekhez való hozzájutás, a tulajdonosi hitel nagysága, és nagy beruházások finanszírozása. Ezzel szemben az (Összes kötelezettség/Összes forrás mutató) inkább visszatükrözi az ágazati sajátosságokat. Az egyes szakaszokon belül az eta mutató értékében nem találhatók nagy különbségek, de bizonyos tendencia felfedezhető. Ahogy haladunk előre az időben a csordaszellem az (Összes kötelezettség/Összes forrás)

esetében gyengül, míg a (Hosszú lejáratú kötelezettség/ Összes forrás) esetében erősödik. A jelenség magyarázata az lehet, hogy míg az első szakaszban a hosszú lejáratú hitelek hiánya miatt nem érvényesülhettek az ágazati különbségek (egy ágazat sem kaphatott hosszú lejáratú hitelt), addig az utolsó szakaszban hosszú lejáratú hitelek korlátja nem volt megfigyelhető ekkor az ágazatok közötti differenciálódás jobban érvényesülhetett. Az (Összes kötelezettség/Összes forrás) esetében csak nagyon mérsékelt csökkenés látható, ami a mintavétel következménye is lehet.

Az ágazatok méret szerinti magyarázó erejét a következő táblázat tartalmazza:

40. táblázat Az eta értéke létszám kategóriák szerint

Létszám	Összes kötelezettség/ Összes forrás	Hosszú lejáratú kötelezettség/ Összes forrás
10 fő alatti	0,352	0,397
10 - 50 fő között	0,296	0,388
51 - 250 között	0,386	0,270
250 felett	0,467	0,352
Teljes minta	0,474	0,297

Ha létszám kategóriák szerint vizsgáljuk a csordaszellem érvényesülését, az (Összes kötelezettség/Összes forrás) esetében láthatjuk, hogy minél nagyobb a vállalat, annál nagyobb az ágazat magyarázó ereje. A 10 fő alatti cégekről annyit kell tudni, hogy erősen alulreprezentáltak a mintában (a teljes minta 5%-a). Az itt tapasztalt jelenség a pénzügyi elméletben ismert összefüggés, hiszen minél nagyobb a vállalat, annál professzionálisabb a menedzsmentje, annál többször hasonlítják össze a helyzetét hasonló vállalkozásokkal. Ezt megteszik a bankok, a tulajdonosok, a menedzsment, és a potenciális befektetők kis. A méret növekedésével a kockázatot mérő mutatószámok ágazati átlagba való belesimulása a vállalatok jól felfogott érdeke.

A (Hosszú lejáratú kötelezettség/Összes forrás) mutató esetében megint nem tapasztalható erős kapcsolat, ez is megerősíti azt a véleményemet, hogy az adott időszakban a hosszú lejáratú hitelek arányát nem valami tudatos, hosszú távú finanszírozási politika mozgatta, hanem elsősorban eseti tényezők.

Össességében a csordaszellem mérsékelten érvényesült a vizsgált időszakban, az iparág jellemző karakterisztikái annál jobban érvényesülnek, minél nagyobb vállalatról van szó a vizsgálat szerint.

A következőkben megvizsgáltam, hogy egy fejlett országokra vonatkozó kutatás eredményei mennyire illeszthetők magyar vállalatokra.

Harris-Raviv [1991] tanulmányában három csoportba sorolja – empirikus kutatások alapján – a cégeket. Az empirikus kutatásokat fejlett országok vállalati adatai alapján készítették.

41. táblázat Az ágazat szerepe a tőkeáttételben

Alacsony tőkeáttételű ágazatok	Közepes tőkeáttételű ágazatok	Magas tőkeáttételű ágazatok
- gyógyszergyártás - kozmetikai termékgyártás - műszergyártás - fémbányászat - kiadói tevékenység - elektronika - gépgyártás - élelmiszergyártás	- kőolajkutatás - építőipar - kőolaj finomítás - fémfeldolgozás - vegyipar - ruházati ipar - faipar - alkatrészgyártás	- papíripar - textilipar - gumiipar - kiskereskedelem - teherszállítás - acélgyártás - távközlés - elektromos áram és gázszolgáltatás - légi szállítás - cementipar - üveggyártás

Forrás: Harris-Raviv [1991], 334. old.

A rendelkezésemre álló adatbázis alapján azt vizsgáltam meg, hogy a Magyarországon működő vállalatok esetén mely ágazatok mely kategóriákba tartoznak, s összevetem az eredményt a Harris-Raviv tanulmány eredményével.

Az eddig leírtak alapján Magyarországon egyedül a nagyvállalati csoport számára van meg a lehetőség a tudatos tőkeszerkezet alakítás politikájára, a többi szegmens nem rendelkezik olyan feltételekkel, hogy az idegen forrás nagyságát szabadon megválaszthassa. Ezért a vizsgálatom a nagyvállalati szegmensre terjedt ki az ágazat tekintetében.

A tőkeáttétel mutatószámául a Harris-Raviv [1991] által alkalmazott *hosszú lejáratú kötelezettség/(hosszú lejáratú kötelezettség + saját tőke)* mutatót alkalmaztam. A kapott tőkeáttételi mutatók alapján sorba rendezett cégeket a következőképpen csoportosítottam: a sokaság alsó harmadába tartozó cégek az alacsony tőkeáttételűek, a középső harmadba tartozó cégek a közepes tőkeáttételűek, a felső harmadába tartozó cégek a magas

tőkeáttételűek. Négy számjegyű TEÁOR kód alapján történt a vállalatok ágazati besorolása, az adatbázisban összesen 275 ágazat szerepelt. Az így kapott eredmény nagy terjedelme miatt az eredmények a mellékletben találhatók.

Célom, hogy összehasonlítást végezzek a magyar és a fejlett országok adatai között az ágazat tekintetében. Ennek érdekében kiválasztottam a vizsgálatomból azokat az ágazatokat, amelyek a fenti táblázatban is szerepelnek, a Harris-Raviv által leírt egy-egy ágazatnak az én adatbázisomban több alágazati megfelelője volt, ezért összesen 156 adatot csoportosítottam. Keresztábra segítségével megnéztem az ágazati azonosságokat és különbségeket. Darabszám tekintetében a következőket kaptam:

42. táblázat Ágazati tőkeáttétel eloszlás darabszám szerint

		Magyar adatok alapján			Összesen
		Alacsony	Közepes	Magas	
Fejlett or- szágok	Alacsony	16	30	6	52
	Közepes	18	18	23	59
	Magas	12	14	19	45
	Összesen	46	62	48	156

A táblázat átlójában szereplő alágazatok az *azonos tőkeáttételűek* mindkét vizsgálat szerint.

Alacsony tőkeáttételű alágazatok mindkét vizsgálat szerint: jégkrém gyártása, malomipari termék gyártása, cukorgyártás, kenyér és friss tésztaféle gyártása, cukorgyártás, tésztaféle gyártása, tea, kávé feldolgozása, desztillált szeszes ital gyártása, időszaki kiadvány kiadása, tisztítószer gyártása, testápolási cikk gyártása, emelő-, anyagmozgató gép gyártása, fegyver-, lőszergyártás, nem villamos háztartási készülék gyártása, orvosi műszer gyártása, ipari folyamatirányító rendszer gyártása, optikai, fényképezési eszköz gyártása.

Közepes tőkeáttételű alágazatok mindkét vizsgálat szerint: Kőolaj-, földgáz-kitermelési szolgáltatás, munkaruházat gyártása, fűrészarugyártás, falemezgyártás, ipari gáz gyártás, műanyag-alapanyag gyártása, műanyag csomagolóeszköz gyártása, fémszerkezet gyártása, könnyűfém csomagolóeszköz gyártása, villamos motor, áramfejlesztő gyártása, áramelosztó-, szabályozó készülék gyártása, akkumulátor, száraszelem gyártása, épületbontás, földmunka, egyéb speciális szaképítés, víz-, gáz-, fűtőszerszerelés, épületasztalos-szerkezet szerelés.

Magas tőkeáttételű alágazatok mindkét vizsgálat szerint: pamutfonás, varrócérna gyártása, textilkészítés, máshová nem sorolt egyéb textiltermék gyártása, háztartási, egészségügyi papírtermék gyártása, egyéb papírtermék gyártása, gumibroncs, gumitömlő gyártása, egyéb gumipari termék gyártása, síküveggyártás, síküveg továbbfeldolgozása, vas-, acél-, vasötvözet-alapanyag gyártása, ital-kiskereskedelem, illatszer-kiskereskedelem, könyv-, újság-, papírár-kiskereskedelem, csomagküldő kiskereskedelem, vasúti szállítás, közúti teherszállítás, menetrendszerű légi szállítás, távközlés.

*A vizsgált alhipotézisek eredményei alapján **elfogadom I. hipotézisemet. A tőkeszerkezetet befolyásoló „klasszikus” vállalati tényezők befolyásolják a vállalati tőkeszerkezetet Magyarországon, a kapcsolat iránya azonban nem feltétlenül egyezik meg az elmélettel és a fejlett országokban tapasztaltakkal. A hierarchia elmélet jelzi helyesen a kapcsolatok irányát a magyar vállalatok esetében. Klasszikus tényezők alatt a meghatározó angolszász szakirodalomban megfogalmazott magyarázó változókat értem.***

A dolgozat további részében néhány sajátos tényező vizsgálatát végzem el. Arra keresem a választ, hogy milyen speciális tényezők nyilvánulnak meg Magyarországon a tőkeszerkezet alakításánál a már vizsgált „klasszikus” tényezőkhöz kívül.

H2. A fejlett országokban azonosított tényezők nem nyújtanak elegendő magyarázatot a tőkeszerkezet változásaihoz a piaccgazdaságra áttérő országokban, s ezen belül Magyarországon. Sajátos tényezők is megnyilvánulnak.

5.2.6.8. Tulajdonosi összetétel

II/1. A külföldi tulajdon nagysága befolyásolja a tőkeszerkezeti döntéseket.

Azok a vállalatok, ahol többségben van a külföldi tulajdon, könnyebben jutnak hitelhez, mert a bank számára jelzésként szolgál a külföldi tulajdonos jelenléte a vállalat kedvező gazdálkodásáról. A kilencvenes évek közepétől – miután a jelentős információs aszimmetria lecsökkent Magyarországon – a külföldi tulajdon jelzésértéke lecsökkent.

Ez a hipotézis a többségi külföldi tulajdon és a tőkeáttétel közötti kapcsolatot vizsgálja. A kapcsolat ellenőrzése céljából többségi hazai illetve külföldi tulajdonú vállalatokra bontottam az adatbázist, a *jegyzett tőkéből* való részesedés alapján. A Számviteli Törvény alapján jegyzett tőkeként kell szerepeltetni a mérlegben a cégbíróságon bejegyzett törzstőkét, részvénytőkét, alapítói vagyont, szövetkezeti vagyont, szövetkezetnél lévő állami vagyont, szövetkezeti üzletrészt, vagyonrészt. Fontos megjegyezni, hogy a jegyzett tőkét a társasági szerződésben rögzített névértéken kell szerepeltetni. *Külföldi vállalatnak* nevezem, ha a külföldi tulajdon nagysága a jegyzett tőkében meghaladja az 50%-ot, ha ennél kisebb az érték, akkor *hazai vállalatról* beszélek.

A vizsgált mutatók:

Vállalat típusa:

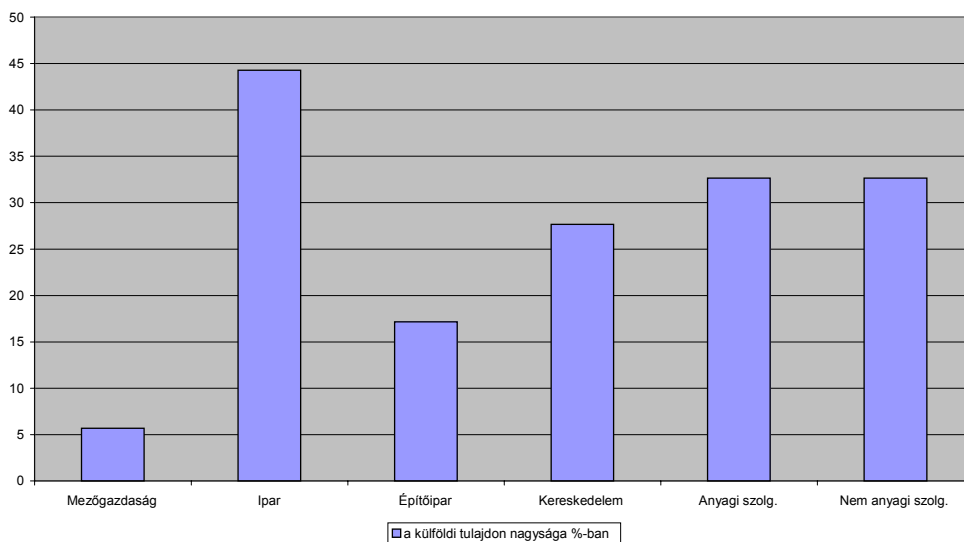
- 250 fő feletti nagyvállalat

Tőkeáttételi mutató:

- Összes kötelezettség /Összes forrás
- Idegen tőke/Saját tőke

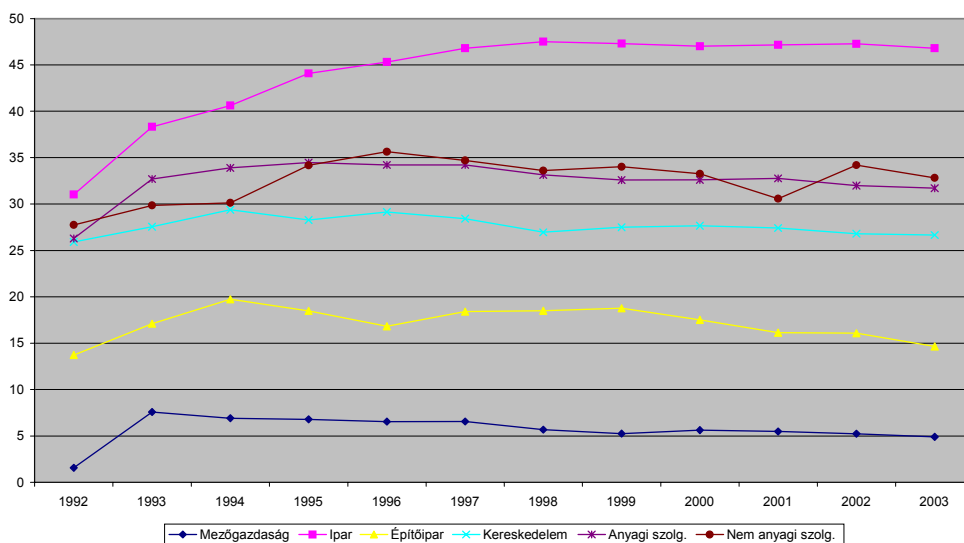
Külföldi vállalat:

- Külföldi tulajdon / Jegyzett tőke > 50%



34. ábra A külföldi tulajdon aránya a jegyzett tőkében, az egyes iparágakban (%)

Forrás: saját szerkesztés



35. ábra A külföldi tulajdon aránya az egyes iparágakban 1992-2003 között

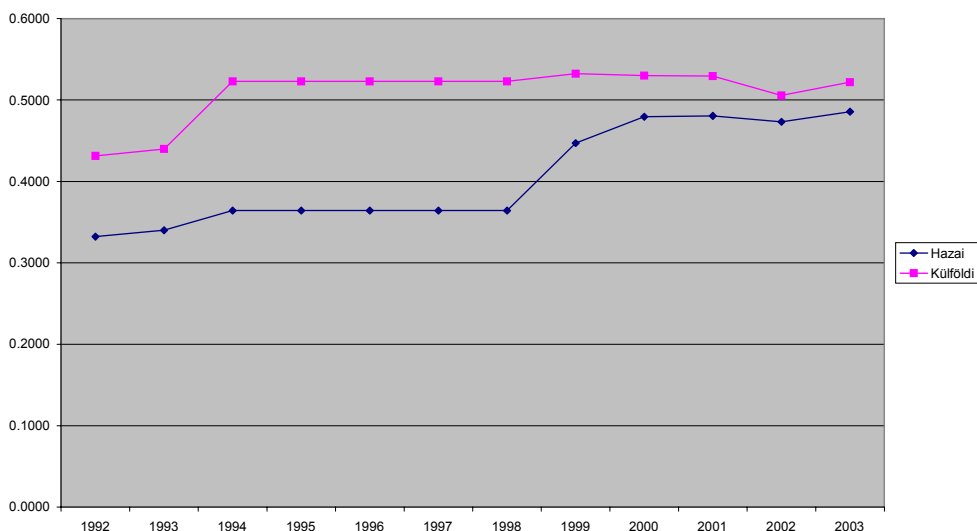
Forrás: saját szerkesztés

A külföldi tulajdon aránya folyamatos növekedést mutat a kilencvenes évek első felében a vállalatok jegyzett tőkéjében. 1997-től ez az arány nem változott, 36% körül stabilizálódott (befejeződött a tömeges privatizáció). Meg kívánom jegyezni, hogy ettől némileg eltérő adatokat ad meg dolgozatában Pitti [2005]. Az APEH-SZTADI éves jelentései alapján végzett számítások szerint a külföldi tulajdon aránya az 1997. évi 34,2%-ról 2003-ra 40,9%-ra növekedett a vállalati szektorban. Az eltérő forrás használata nem indokol ilyen mértékű eltérést, nem ismerem az eltérés okát.

Ágazatonként jelentős különbségek mutatkoznak a külföldi befektetők érdeklődésében. A legjelentősebb érdeklődés az iparvállalatok (ezen belül a feldolgozóipari vállalatok) iránt nyilvánult meg, ebben az ágazatban közel 45% a külföldi részesedés aránya. Ezt követi a szolgáltató szektor (anyagi és nem anyagi), majd a kereskedelem. A legkevesebb érdeklődés a mezőgazdasági cégek iránt nyilvánult meg, ebben a szektorban mindössze 6% a külföldi tulajdonosi arány (ezt az alacsony arányt bizonyára befolyásolja a külföldiek földvásárlásának korlátozása). Időben vizsgálva az egyes ágazatokban a külföldi tulajdon nagyságának alakulását, az látható, hogy a mezőgazdaságból lassacskán még az a kevés külföldi befektető is kivonja a pénzét, aki oda a kilencvenes évek elején befektetett. Az iparvállalatok tartják a kilencvenes évek első felében megszerzett jelentős pozícióikat, de újabb jelentős külföldi

tőke azóta nem érkezett ebbe a szektorba (sem). Az építőiparban az időszak végén, 2003-ban kb. ugyanakkora a külföldi tulajdon nagysága, mint az időszak elején volt, 13-14% körüli. A közötté eltelt időben sem mutatott fel jelentős változást ez az iparág. A kereskedelem viszont nagy külföldi befektető csalogató, a vizsgált időszakban végig meghaladta a 25%-ot a külföldi tulajdon aránya. A szolgáltató szektorba is szívesen fektetnek a külföldi befektetők, nincs jelentős különbség aszerint, hogy anyagi vagy nem anyagi szolgáltatásról van-e szó. A külföldi tulajdoni arány 1996-tól azonban ebben a szektorban kismértékben csökkenő tendenciát mutat. A külföldi tulajdonú vállalatoknál magasabb a termelékenység, mint a hazai vállalatoknál. A külföldi vállalatok sokkal tőkeintenzívebbek, mint a hazaiak, ami összefügg a magasabb technikai szinttel. Jóval magasabb bérek jellemzik a külföldi vállalatokat, mint a hazaiakat, ami összefügg azzal, hogy ők magasabban képzett munkaerőt foglalkoztatnak, mint a hazaiak. A külföldi vállalatok jóval nagyobb mennyiségben exportálnak, mint a magyarok. A külföldiek eleve az exportképes és külföldi piacokkal már rendelkező magyar cégek privatizációjában vettek részt. [Szekeres, 2001]

A külföldi tulajdon szerepének vizsgálatánál abból a hipotézisből indultam ki, hogy a külföldi tulajdon befolyással bír a tőkeáttételre. Abban az esetben, ha a meghatározó tulajdonosi kör külföldi (50%-nál nagyobb tulajdoni hányad), akkor szignifikánsan magasabb tőkeáttétellel dolgozik a vállalat a vizsgált időszak első részében, 1995-ig.



36. ábra A külföldi és a hazai többségű nagyvállalatok tőkeáttételének alakulása

Forrás: saját szerkesztés

Az ábráról érdekes tendenciákat olvashatunk le. Az előbbi megállapítás mellett – nevezetesen, hogy a külföldi tulajdonosi többséggel rendelkező vállalatok tőkeáttéte magasabb, mint a hazai tulajdonosi többségűeké - az is látható, hogy a külföldi cégek esetében 1994-től kezdődően szinte egy állandó nagyságú, 52% körüli tőkeáttétellel dolgoznak a vállalatok, addig a hazai cégeknél 1999-ben következett be egy nagymértékű növekedés. A korábbi 36%-os szintről 44%-ra nőtt a kötelezettségek aránya az összes forráson belül, s a vizsgált időszak végére már megközelítette a külföldi tőkeáttétel nagyságát (4%-os elmaradással). A tőkeáttétel növekedését a hazai vállalatok esetében a következőkben látom:

- befejeződött a hazai bankok privatizációja, s megszűnt a bankokban a forrásszűke
- megszűnt a külföldi tulajdon jelzésértéke, a tulajdonos mibenléte nem befolyásolta a bankok hitelezési politikáját.
- a reálkamatlábak kedvezően alakultak, egyszámjegyűvé vált az infláció, a vállalatok számára kedvezőbbekké váltak a hitelfelvétel kondíciói (kamatkondíciók).

A következőben megnézem a külföldi tulajdoni arány [Külföldi tulajdon/ Jegyzett tőke] és a tőkeáttétel (Összes kötelezettség/összes forrás) kapcsolatát.

43. táblázat A külföldi tulajdoni arány és a tőkeáttétel (Összes kötelezettség/Összes forrás) kapcsolata^a

1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
0.226	0.285	0.348	0.319	0.334	0.261	0.209	0.235	0.148	0.141	0.096	0.110

^a: Pearson korreláció

A korreláció 0,01 szinten szignifikáns minden évben (2-oldali próba)

A táblázat adatai részben megerősítik a hipotézist, a mintában pozitív kapcsolat van a külföldi tulajdon és a tőkeáttétel között.

A korrelációs együtthatók minden esetben pozitív kapcsolat létét bizonyítják, bár az együttható értékei csak laza kapcsolatra engednek következtetni a két tényező között. Látható, hogy a vizsgált időszak utolsó harmadában (2000-2003) a kapcsolat csökkent, tehát egyre kisebb jelentősége lett a külföldi tulajdon szerepének a hitelezés során. Ez a tény a hipotézist olyan értelemben megerősíti, hogy a külföldi tulajdon jelzésértéke lecsökkent. Igaz, ez nem az általam feltételezett időszaktól következett be, hanem néhány évvel később.

Ennek az lehet a magyarázata, hogy a felvett hitelek folyamatosan kerültek visszafizetésre, s bár új hitelek nyújtása esetén már nem helyezték előnybe a külföldi tulajdonú vállalatokat, a meglevő hitelállomány azonban még tükrözi a régi szempontokat.

Hasonló eredményeket hozott 1994 és 1995-ös adatokat vizsgálva Ábel- Öcsi [1999] tanulmánya, akik a tőkeáttétel és a tulajdonosi forma közötti kapcsolatot vizsgálta tanulmányában. A szerzők azt a következtetést vonták le, hogy a külföldi tulajdonos jelenléte csak szerény mértékű előnyt jelenthetett az átmenetnek már ebben az időszakában is.

Az alábbiakban megvizsgáltam, hogy ágazatonként és tulajdonosi összetétel szerint hogyan alakult a vonatkozó időszakban a vállalatok tőkeáttételének (Idegen tőke/Saját tőke) **mediánja**.

44. táblázat A tőkeáttétel (Idegen tőke/Saját tőke) mediánjai tulajdonosi bontásban, ágazatonként

Idegen tőke / saját tőke	Mezőgazdaság	Ipar	Építőipar	Kereskedelem	Anyagi szolg	Nem anyagi szolg.	Átlag
Hazai	0.571	0.898	1.676	2.081	0.713	0.783	1.340
Külföldi	0.985	1.066	2.159	2.466	1.156	1.749	1.571
Átlag	0.584	0.965	1.737	2.163	1.496	0.981	1.412
Hazai és külföldi vállalatok mediánja közötti különbség	-0.414	-0.168	-0.483	-0.385	-0.442	-0.967	-0.231

A táblázatot elemezve a következő megállapításokat tehetjük:

A külföldi tulajdonú vállalatok tőkeáttétele minden ágazatban magasabb, mint a hazai vállalkozásoké. A lehetséges okok a következők:

1. A külföldi cégek hitelképesebbek, mint a hazai vállalkozások, alacsonyabb kamattal és könnyebben kaphatnak hitelt. A hazai vállalkozások hitelkorlátja különösen a vizsgált időszak első felében (1992-1995-ig) volt szigorú, ebben az időszakban a hitel drága és nem minden hazai vállalkozás számára volt elérhető, így rákényszerülhettek a saját források használatára. A külföldi cégek anyavállalatukon keresztül és azok hitelképességét kihasználva közvetlenül is hozzáférhettek a hitelekhez. Ahogy már korábban írtam, a hazai bankok szinte automatikusan alacsonyabb kockázatúnak kezelték a külföldi tulajdoni háttérrel rendelkező vállalkozásokat, ezért számukra szívesebben nyújtottak hitelt.

2. A külföldi vállalkozások ismertségük révén nemcsak a bankoktól, hanem a beszállító vállalkozásoktól is hosszabb futamidőre kaphatnak kereskedelmi hitelt. Sajnos a szállítóállomány nagyságát az adatbázisunk nem tartalmazza, így az állításnak a tesztelését nem tudjuk elvégezni.
3. Az anyavállalati hitelfelvétel nemcsak a forrásbiztosítás egy hazai forrásokénál olcsóbb eszköze, hanem az adómentes profitrepatriálásé is. A tulajdonosi hitel után fizetendő kamat költségként leírható, és egészen 2004-ig (tehát a vizsgálati időszak teljes hosszában) a társasági adóalapot sem kellett korrigálni a tulajdonosi hitel kamatával. (Feltéve, hogy a tulajdonosi hitel nem haladta meg a tulajdonosra jutó saját tőke háromszorosát.).
4. A külföldi cégek menedzsmentje magával hozta a saját országának fejlettebb pénzügyi kultúráját, amibe a hitelfelvétel és a pénzügyi piaci források rugalmasabb igénybevétele szorosan hozzátartozott, míg a hazai vállalkozások egy része – az átmenet éveinek keserű tapasztalatából is kiindulva – zsigeri ellenszenvet érzett a bankok és a bankok által nyújtott szolgáltatások iránt, és nem szívesen szolgáltatott volna adatot gazdálkodási tevékenységéről, amire természetesen a hitelező bankok mindenhol a világon igényt tartanak.

A táblázatból azonban az is látszik, hogy a tőkeáttétel különbsége az egyes ágazatokban is igen eltérő. A tőkeáttétel különbsége szerinti csökkenő sorrend a következő:

1. Nem anyagi szolgáltatás
2. Építőipar
3. Anyagi szolgáltatás
4. Mezőgazdaság
5. Kereskedelem
6. Ipar

A nem anyagi szolgáltatások tőkeigénye meglehetősen csekély, így az állapítható meg, hogy ezen tőkeigényt a hazai cégek elsősorban saját, a külföldiek elsősorban idegen forrásból biztosították.

Az építőipar tevékenységének meglehetősen nagy az üzemi kockázata. Hosszú termelési ciklus, szezonáltság, teljesítési és minőségi kockázat jellemzi. A hazai és külföldi cégek mérete között körülbelül 50%-os különbség tapasztalható a külföldi cégek javára (a nettó árbevétel

mediánja 2178 M Ft forint, míg a külföldieké 3008). A méret az építőiparban erőteljesen csökkenti a fenti kockázatokat, hiszen egy nagyobb cégnek párhuzamosan több építkezése folyik, és ezáltal a pénzáramlása sokkal kiegyenlítettebb lehet, mint egy kisebb vállalkozásé. A méretből adódó alacsonyabb üzemi kockázat magyarázhatja a különbség egy részét.

Az anyagi szolgáltatások a szállítmányozó, szálláshely-nyújtó és a kommunikációs (posta, távközlés, hírközlés) tevékenységet végző vállalkozásokat takarják. Az ágazat meglehetősen heterogén. Mintánkba sok kicsi hazai vállalkozás (darabszám szerint 2067 mérlegbeszámoló 374 mFt-os nettó árbevétel mediánnal), és feleannyi nagyságrenddel nagyobb külföldi vállalkozás (darabszám: 965, árbevétel mediánja: 2617 M Ft) található.

A mezőgazdasági vállalkozások közötti különbség esetében kockázatos volna megállapításokat tenni, mivel a külföldi tulajdonú ebbe az ágazatba tartozó cégeket 44 mérlegbeszámoló reprezentálja.

A kereskedelem az ágazati sajátosságok miatt nagy tőkeáttétellel rendelkezik, ehhez képest meglepő, hogy itt viszonylag kicsi a tulajdonosi háttér miatti tőkeáttétel különbség. Itt különösen érdekes lett volna megfigyelni az idegen források összetételét. A nemzetközi áruházláncok valószínűleg nagyobb arányban használják a szállítói forrásokat, míg a hazai tulajdonú cégeknél a kötelezettségen belül nagyobb arányban lehetnek hitelek. Erre a tényre csak abból következtethetünk, hogy a két vállalkozási kategória esetében mekkora a különbség az üzemi és az adózás előtti eredmény között. (A kettő között jelenik meg a hitelek után fizetendő kamatkiadás.) Kiszámoltam a pénzügyi eredmény és a nettó árbevétel hányadosát, majd megvizsgáltam ezeket az értékeket a hazai és a külföldi tulajdonú kereskedelmi cégek között. Megállapítható, hogy 1000 forint nettó árbevételre a hazai kereskedelmi cégek esetében -3 Ft pénzügyi eredmény, a külföldi cégek esetében lényegesen alacsonyabb -0,8 Ft pénzügyi eredmény esik (mediánnal számolva). Mivel a kamatkiadás csökkenti a pénzügyi eredményt, látható, hogy a kamatozó forrásokat a külföldi tulajdonú vállalkozások a forgalmuk arányában kevésbé veszik igénybe, mint a hazai cégek, annak ellenére, hogy tőkeáttételük nagyobb. A jelenség magyarázata elsősorban abban rejlik, hogy a szállítóállományuk jelentősebb (bár kisebb részt magyarázhat az is, hogy az igénybevett hitelek kamatlába alacsonyabb.)

Összefoglalva a következő megállapításokat teszem:

A külföldi tulajdonosi arány és a tőkeáttétel között pozitív kapcsolat van. A kapcsolat gyengülő a vizsgált időszak utolsó harmadában, vagyis a külföldi tulajdonos jelenléte egyre kisebb hatást gyakorol a tőkeáttételre, a hazai tulajdonú vállalatok is hasonló tőkeáttétellel rendelkeznek. Valamennyi iparágban magasabb tőkeáttétel tapasztalható a többségi külföldi tulajdonos esetén, ám ágazonként jelentős eltérés tapasztalható a tőkeáttétel különbségében.

5.2.6.9. A lejáratil illeszkedés vizsgálata

II/2. A magyar vállalatok esetében nem érvényesül a lejáratil illeszkedés elve, a vállalatok befektetett eszközeit részben rövid lejáratú forrásokból kénytelenek finanszírozni.

A vállalkozási tevékenység alapfeltétele a megfelelő mennyiségű és minőségű eszközök megléte illetve azok – az üzletmenetet leginkább szolgáló – kombinációjának kialakítása. Ennek érdekében a vállalkozás folyamatosan eszközöket kénytelen vásárolni. Az eszközbeszerzés által indukált forrásigény, vagyis az eszközök megvételének költségei képezik a vállalat kumulatív tőkeszükségletét. A kumulatív tőkeszükséglet finanszírozását alapvetően a hosszú távú pénzügyi tervezés, a vállalat által választott finanszírozási stratégiák határozzák meg. A finanszírozási stratégia és vállalati magatartás kialakításakor két fontos szabályt kell figyelembe venni:

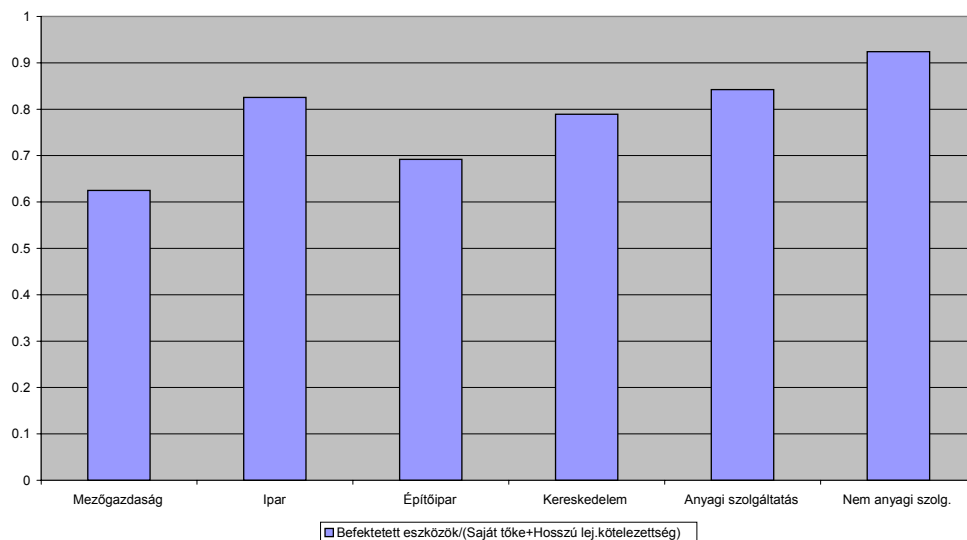
- Az eszközök és a források lejáratának összehangolása, lejáratil illeszkedés elve. Vagyis a tartós befektetéseket saját tőkével vagy pedig hosszú lejáratú forrásokkal kell finanszírozni.
- A forgóeszköz gazdálkodás keretében a likviditás fenntartásának költsége és a likviditás hiányának költsége minimális összes költséget eredményezzen.

A lejáratil illeszkedés elvének vizsgálata érdekében kiszámoltam a befektetett eszközök saját tőkéhez és hosszú lejáratú kötelezettségekhez való arányát. Ahogy az elméletben is szó volt róla a forgóeszközök egy része a tartós forgóeszközök csoportjába tartozik. Erre lehet példa a vállalat raktáraiban felhalmozódó eladhatatlan készletek sokasága, amelynek a finanszírozás nem megoldható rövid lejáratú forrásokból, hanem tartós források biztosíthatják csak a finanszírozást. *Mivel a vállalati adatbázisomból nem deríthető ki a tartós forgóeszközök*

nagysága a vállalat eszközei között, mivel csak a december 31-i mérlegadatokat állnak rendelkezésemre, ezért erre vonatkozóan számításokat nem tudtam végezni.

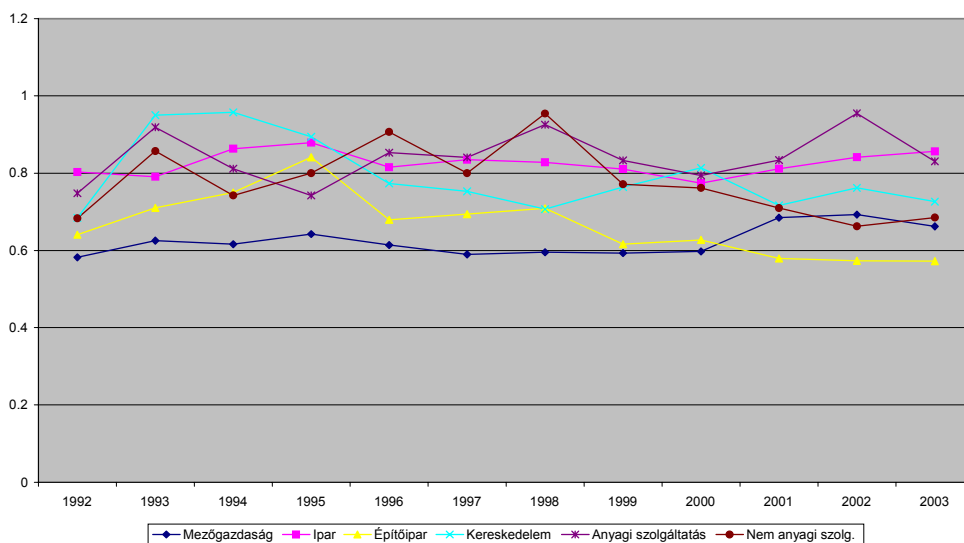
A számított mutató az alábbi:

- *Befektetett eszköz / (Saját tőke + Hosszú lejáratú kötelezettség):* A mutató arról ad tájékoztatást, hogy a tartós forrásokat milyen arányban fordítja a vállalat tartós eszközök finanszírozására. Amennyiben a mutató értéke egy alatt van, úgy a vállalat a tartós forrásait nem veszi teljesen igénybe a tartós eszközei finanszírozására, hanem a forgóeszközei egy részét is abból finanszírozza, vagyis konzervatív stratégiát folytat. Egy fölötti érték esetén a tartós eszközök nagysága meghaladja a tartós források nagyságát, ebben az esetben a vállalat agresszív finanszírozási stratégiájáról beszélhetünk



37. ábra A Befektetett eszköz/(Saját tőke+Hosszú lejáratú kötelezettség) mutató alakulása ágazatonként

Forrás: saját szerkesztés



38. ábra A Befektetett eszköz/(Saját tőke+Hosszú lejáratú kötelezettség) mutató alakulása 1992-2003 között ágazatonként

Forrás: saját szerkesztés

A Befektetett eszközök / (Saját tőke + Hosszú lejáratú kötelezettségek) mutató értéke egy alatti, vagyis a vállalatok tartós forrásaikból nemcsak tartós eszközeiket, hanem forgóeszközeik egy részét is finanszírozták. Amennyiben ez a rész képezi a tartós forgóeszközök arányát a cégeknél, akkor teljesül a lejáratú összhang elve. Az eddig elmondottak alapján nem lehetett erre a pozitív eredményre számítani, hiszen az látszott, hogy a kötelezettségeken belül csak kis részt képvisel a hosszú lejáratú kötelezettségek aránya. Erre az ellentmondásra a feleletet a tartós források összetételének vizsgálata adja meg. Ugyanis a tartós forrásokon belül a saját tőkének van meghatározó szerepe. Ennek a jelenségnek több magyarázata is lehet. Először is a vállalatok saját forrásaikra építhettek az elmúlt évtizedekben. Hitelforrásokhoz szinte alig jutottak, ugyanakkor szembe kellett nézniük a kinnlevőségek, a követelésállomány volumenének növekedésével, a sorban állással. Fontos magyarázatát adhatja ennek az eredménynek az a tény is, hogy az átmeneti években a magas infláció miatt a rövid lejáratú hitelek kamatlába magasabb volt, mint a hosszú lejáratúaké, s ezért a vállalat eredményesebben tudott gazdálkodni, ha túlsúlyban voltak a hosszú lejáratú források. Ebben az időszakban nem érvényesült az az általános alapelv, hogy a kockázatosabb befektetések hozamelvárása magasabb, mint a rövidtávú

befektetéseké. A konzervatív stratégia tehát nem drágább, hanem olcsóbb megoldást jelentett ebben az időszakban a vállalatoknak, amellet, hogy nagyobb likviditást biztosított.

Az egyes *ágazatok* vizsgálata során megállapítható, hogy a mezőgazdasági ágazat folytatja a legkonzervatívabb finanszírozási stratégiát, amely jól jelzi, hogy ebben az ágazatban dolgozók tudnak a legkevésbé hozzájutni a rövid lejáratú hitelforrásokhoz, ők vannak legjobban rákényszerülve a saját tőkével való finanszírozásra. A konzervatizmus terén a második helyet az építőipar foglalja el, amely szintén a saját forrásaiból tud túlnyomórészt gazdálkodni. Az ipari, a kereskedelmi és a szolgáltató vállalatok közelítik meg leginkább a semleges finanszírozási stratégiát, ezek az értékek közelítenek leginkább egyhez.

Az *ágazatok időbeli vizsgálata* azt mutatja, hogy stabil, kevésbé volatilis finanszírozási stratégiát követtek a vizsgált időszakban a mezőgazdasági vállalatok (vagy még inkább erre voltak kényszerülve), illetve az ipar.

Összefoglalóan, a magyar vállalatok teljesítik a lejáratil illeszkedés elvét, rövidlejáratú eszközeiket rövid lejáratú forrásokból, befektetett eszközeiket hosszú lejáratú forrásokból finanszírozzák.

A vizsgálatok *megerősítik a II. hipotézist*, nevezetesen, hogy a fejlett országokban azonosított tényezők nem nyújtanak elegendő magyarázatot a tőkeszerkezet változásaihoz a piacgazdaságra áttérő országokban, s ezen belül Magyarországon. Sajátos tényezők is megnyilvánulnak. Sajátos tényezőként a vizsgálatban a tulajdonosi összetétel nyilvánult meg, miszerint a külföldi tulajdonnak van jelzésértéke a bankok számára. Ez a jelzésérték azonban az idő múlásával egyre csekélyebb jelentőségű.

5.3. Az empirikus vizsgálat eredményeinek összegzése

A makrogazdasági tényezők jelentősége

A makrogazdasági tényezők, az ország, a térség makrogazdaságának jellemzői, amelyek befolyásolhatják a tőkeszerkezeti döntést. Magyarországon a makrogazdasági rendszer stabilizálódása és a kockázatok ezzel párhuzamos mérséklődése a tőkeáttétel növekedését eredményezte a vizsgált időszakban.

Az elemzést a vállalati gazdasági környezet tágabb vizsgálatával kezdtem, áttekintve a finanszírozási tendenciákat, és a tőkestruktúra döntések sajátosságait a közép-kelet-európai országokban és külön Magyarországon. A saját és mások által lefolytatott elemzések alapján megállapítható, hogy fontos folyamatok zajlottak le térségünkben a kilencvenes évek elejétől napjainkig. A pénzügyi szektor megerősödött méretében és tevékenységében, de még bizonyos területeken alulfejlettség jellemzi és további intézményi reformok szükségesek. A legfőbb hiányosságot abban látom, hogy a banki finanszírozás sok vállalat számára elérhetetlen, különösen a kis- és középvállalkozások közül. A külföldi bankok belépése pozitív hatással volt az egyes közép-kelet-európai országok bankrendszerének hatékonyságára és stabilitására. A vállalati szektor teljesítménye növekedést mutatott, a magántőke pozitív szerepet játszott a vállalatok átstrukturálásában.

A részvénytőzsiatok fejlődést mutattak fel ezekben az országokban, de jelentőségük még csekély s gyakran illikvidek.

Áttekintve Magyarország vállalatainak finanszírozási lehetőségeit és tőkeszerkezeti jellemzőit megállapítható, hogy jelentős átalakulás történt e tekintetben az elmúlt tizenöt évben. A bankszektorban verseny folyik a vállalati ügyfelekért, a hitelkihelyezési lehetőségekért. A bankok számára a növekedési lehetőséget e tekintetben a kis- és középvállalkozások finanszírozása jelenti. A magyar vállalatok tőkeáttétele (idegen forrás/saját forrás) az új évezredben elérte az EU átlagot. A hitelek lejárat szerkezete kedvező irányú változásokon ment keresztül, a sokáig uralkodó rövidlejáratú hiteleket felváltja a hosszú lejáratú hitelek dominanciája. A vállalati hitelekben belül jelentős szerephez jutott a devizahitel és a külföldi tulajdonos által nyújtott hitel. A tőzsdének csekély jelentősége van a vállalatok finanszírozásában.

Három korszakra osztottam fel az elmúlt időszakot az alapján, hogy a vállalatfinanszírozásban és a vállalati tőkeszerkezetben milyen jellemző változásokat figyeltem meg. A korszak első szakasza az 1987-1995 közötti időszak, amelyet a gazdasági átalakulás, a tömeges privatizáció és a vállalati saját tőke dominanciája jellemez. A korszak jelentőségét a gazdasági, szabályozási, politikai rendszer megalapozása adja, mely által lehetővé vált a privatizáció és a modern gazdaság kialakulása. A vállalatok finanszírozási szerkezetét hosszabb távon jelentősen befolyásoló átalakulás egyik fontos állomását jelentette a kétszintű bankrendszer kialakulása, hiszen a tervek teljesülését elősegítő hitelek leosztása helyett a vállalatok gazdálkodását, hitel visszafizető képességét vizsgáló adósminősítési rendszer alapján történt a hitelek odaítélése. Az adósminősítési rendszer finomítása, tökéletesítése hosszú évekbe telt a kereskedelmi bankoknál. Tőkeszerkezeti szempontból (is) a másik fontos állomás a tömeges privatizáció időszaka, amikor lehetősége volt a vállalatoknak friss tőkéhez jutnia. A korszak második szakaszát a kilencvenes évek második felétől számítottam, aminek fő jellemzője a vállalati tőkeáttétel gyors növekedése volt. 1996-tól a magyar gazdaság is tartós növekedési pályára lépett, és egyensúlyi helyzete is javult. A vállalati szektor hitelképességét így a korábbinál kedvezőbb piaci kilátások is erősítették, miközben a bankok hitelezési kockázata mérséklődött, hitelezési hajlandósága is sokat javult. A vállalatok éltek a külföldi hitelfelvétel kedvező lehetőségével. A tőkeáttétel növekedése mögött a vállalati beruházási kedv növekedése állt. A korszak harmadik szakaszát az új évezred első évei adják, amelyre tőkeszerkezeti szempontból az európai uniós átlaghoz való felzárkózás jellemez.

Erre az időszakra már érvényes, hogy a magyar vállalatok tőkeszerkezete hasonló az Európai Unió átlagához. A magyar vállalati szektor eladósodottsága nemzetközi összehasonlításban nem tekinthető magasnak, noha erre az időszakra is a hitelek növekedése jellemző. A hitel növekedés dinamikája azonban lényegesen kisebb, mint a második korszakban. Ennek eredményeképpen a korábban kifejezetten alacsony tőkeáttétel elérte a fejlettebb országokra jellemző értékeket.

A vállalati tényezők szerepe

Hipotéziseimet két részre osztottam. Az első részben megvizsgáltam a mainstream elméletek alapján megállapított, tőkeszerkezetet befolyásoló vállalati tényezők Magyarországon való érvényesülését. A hipotézisek szerint e tényezők befolyásolják a tőkeszerkezetet

Magyarországon is, azonban nem feltétlenül azonos irányban hatnak a döntésekre, mint a fejlett országokban (I. hipotézis és alhipotézisei). A hipotézisek második része olyan tényezőkre koncentrál, amely nem került a vizsgálatok célpontjába, elsősorban speciálisan az átmeneti gazdaságokban fejtik ki hatásukat a tőkeáttétel alakulására. Ezen hipotézisek esetében elméleti irodalma nincs a tényezőknek, hanem a vizsgálat igazolhatja létezésüket (II. hipotézis és alhipotézisei).

A vizsgálat a vállalati szektor egészére kiterjed ágazati bontásban, a tőkeszerkezet befolyásoló elemeit vizsgálva az 1992-2003 közötti időszakban. Mivel egy-egy ágazaton belül is nagyon heterogén a vállalatok köre, ezért a vizsgálatokat nagy körültekintéssel, a befolyásoló tényezők egyenkénti vizsgálatával végeztem el, remélve, hogy ezzel sikerült elkerülnöm a túlságosan nagy általánosításokat. Tizenkét év adataiból már levonhatóak a tőkeszerkezet alakulására vonatkozó tendenciák. Elmondható ugyanakkor, hogy a vizsgált időszakra az átmenetiség és változékonyság volt a jellemző, ezért három korszakra osztottam az időszakot, s bizonyos esetekben (ahol ennek relevanciája volt) e korszakokra bontva végeztem el a vizsgálatot.

A vizsgálati eredmények részben megerősítették a szakirodalom által felvázolt helyzetképet, részben pedig nem sikerült igazolni a magyar vállalati mintán az 1992-2003 közötti időszakra az elméletek által megfogalmazott törvényszerűségeket. Az egyes hipotézisek ellenőrzésekor kapott eredményeket az alábbi táblázat foglalja össze:

45. táblázat A hipotézisvizsgálat eredményei

Hipotézis	Vizsgálat	Eredmény	
HI. A tőkeszerkezetet befolyásoló „klasszikus” vállalati tényezők befolyásolják a vállalati tőkeszerkezetet Magyarországon, a kapcsolat iránya azonban nem feltétlenül egyezik meg az elmélettel és a fejlett országokban tapasztaltakkal. Klasszikus tényezők alatt a meghatározó angolszász szakirodalomban megfogalmazott magyarázó változókat értem.	Az alhipotézisek vizsgálatával	Az HI. hipotézishez kapcsolódó alhipotézisek vizsgálata megerősíti az HI. hipotézist.	✓
I/1: A magyar nagyvállalatok	Korreláció	Az időszak egészére jellemző a tárgyi	Rész

Hipotézis	Vizsgálat	Eredmény	
esetében a tárgyi eszközök aránya és a vállalati tőkeáttétel között negatív kapcsolat volt a 90-es évek közepéig. Ez a kapcsolat azonban a piacgazdaságra való áttéréssel, a 90-es évek második felétől fokozatosan pozitív irányúvá válik, hasonlóan a fejlett piacgazdaságú országokhoz.	elemzés	eszköz arány és a tőkeáttétel negatív kapcsolata.	ben igazolódott a hipotézis.
I/2. A vállalat mérete és a vállalat tőkeáttétele között pozitív kapcsolat van.	Leíró statisztika, Decilisek szerinti vizsgálat	A vizsgált hipotézist elvetem, nem igazolható a vállalati méret és a tőkeáttétel pozitív kapcsolata.	X
I/3. A vállalat jövedelmezősége és a vállalati tőkeáttétel között negatív kapcsolat van, azaz, ha a vállalat rendelkezésére áll belső forrás - aminek lényeges eleme az eredmény – akkor finanszírozási szükségletét ebből, és nem hitelfelvételből fogja kielégíteni.	Korreláció elemzés	A jövedelmezőség és a tőkeáttétel kapcsolatát vizsgálva a magyar mintán az állapítható meg, hogy a két tényező közötti negatív kapcsolat tendenciájában teljesül. Gyenge a kapcsolat a két tényező között.	✓
I/4. Minél nagyobb egy vállalat likviditása annál kisebb a tőkeáttétele.	Korreláció elemzés	A vizsgált hipotézis igazolódott, a Hierarchia elmélet érvényesül a magyar gyakorlatban, nevezetesen, ha a vállalat számára likvid, felhasználható eszközök állnak rendelkezésre, nem vesz fel hitelt a finanszírozásához.	✓
I/5. A vállalat üzleti kockázata és a tőkeáttétele között negatív kapcsolat van.	Korreláció elemzés	Az eredmény volatilitása és a tőkeáttétel szintje között nincs az elmélet által predesztinált kapcsolat, az üzemi eredmény bizonytalansága az idegen tőke/saját tőke arányt nem befolyásolja érdemben a vizsgált időszakban.	X
I/6. A kamat adópajzsa és a vállalat tőkeáttétele között pozitív kapcsolat van.	Átlagelemzés a drasztikus társasági adóváltás időszaká-	<u>Az átlag felett eladósodott vállalatok</u> érzékelték a társasági adócsökkenés miatt bekövetkező változásokat, s kismértékben ugyan, de csökkentették a hitelállományukat. Ezt a tényt nagyra értékelhetjük, hiszen az egész időszakra jellemző	✓

Hipotézis	Vizsgálat	Eredmény	
	ban	dinamikusan növekvő hitelállomány dacára, az átlag felett eladósodott vállalatok a társasági adózásban bekövetkező változások hatására csökkentették hitelállományukat. Ez alapján elfogadom a felállított hipotézist, igaz az, hogy a vállalatok törekszenek az adópajzs kihasználására, az adórendszernek befolyásoló szerepe van a tőkeáttételre.	
I/7. Az ágazati hovatartozás befolyással bír a vállalat tőkeszerkezetére.	Variancia-analízis, kereszt-tábla	A csordaszellem mérsékelten érvényesült a vizsgált időszakban, az iparág jellemző karakterisztikái annál jobban érvényesülnek, minél nagyobb vállalatról van szó.	✓
H II. A fejlett országokban azonosított tényezők nem nyújtanak elegendő magyarázatot a tőkeszerkezet változásaihoz a piacgazdaságra áttérő országokban, s ezen belül Magyarországon. Sajátos tényezők is megnyilvánulnak.	Az alhipotézisek vizsgálataival	A H II. hipotézishez kapcsolódó alhipotézisek vizsgálata megerősíti a H II. hipotézist.	✓
II/1. A külföldi tulajdon nagysága befolyásolja a tőkeszerkezeti döntéseket. Azok a vállalatok, ahol többségben van a külföldi tulajdon, könnyebben jutnak hitelhez, mert a bank számára jelzéseként szolgál a külföldi tulajdonos jelenléte a vállalat jó minőségéről. A kilencvenes évek közepétől – miután a jelentős információs aszimmetria lecsökkent Magyarországon – a külföldi tulajdon jelzésértéke lecsökkent.	Korreláció elemzés, medián eltérés elemzés	A külföldi tulajdonosi arány és a tőkeáttétel között pozitív kapcsolat van. A kapcsolat gyengülő a vizsgált időszak utolsó harmadában, vagyis a külföldi tulajdonos jelenléte egyre kisebb hatást gyakorol a tőkeáttételre, a hazai tulajdonú vállalatok is hasonló tőkeáttétellel rendelkeznek. Valamennyi iparágban magasabb tőkeáttétel tapasztalható a többségi külföldi tulajdonos esetén, ám ágazatonként jelentős eltérés tapasztalható a tőkeáttétel különbségében (44. táblázat).	✓

Hipotézis	Vizsgálat	Eredmény	
II/2. A magyar vállalatok esetében nem érvényesül a lejáratil illeszkedés elve, a vállalatok befektetett eszközeit részben rövid lejáratú forrásokból, kénytelenek finanszírozni.	Mutatószám vizsgálata	A magyar vállalatok teljesítik a lejáratil illeszkedés elvét, rövidlejáratú eszközeit rövid lejáratú forrásokból, befektetett eszközeit hosszú lejáratú forrásokból finanszírozzák.	X

V: a hipotézis igazolódott

X: a hipotézis nem igazolódott

Az eredmények azt igazolják, hogy az elméletek közül leginkább a hierarchia elmélet mentén hozzák meg tőkeszerkezeti döntéseiket a magyar vállalatok.

Összeségében azonban az látszik, hogy a jelenlegi fejlettségi színvonalon, a még kiépülőfélben lévő piacgazdaságban nem elsősorban a vállalati belső tényezőknek van meghatározó szerepe a tőkestruktúra kialakításánál, hanem a makrotényezők által behatárolt pályán mozoghatnak a vállalatok.

5.4. Az eredmények jelentősége és felhasználási lehetőségei

A dolgozatban bemutattam a vállalati tőkeszerkezet alakulását Magyarországon 1992-2003 között. Az egyik fontos tanulság, hogy a vállalati tőkeszerkezet politika másodlagos jelentőségű, a vállalatok elsősorban termelési, piaci, beruházási döntéseket hoznak, s másodlagosak a finanszírozási döntések. Ez a másodlagosság talán még inkább jellemző Magyarországra s a többi átmeneti országra, ahol a pénzügyi kultúra még alacsony színvonalú (bár az utóbbi években nagy léptekkel fejlődik), a pénzügyi piacok fejletlenek, s a vállalatok tradicionálisan a belső források felhasználását részesítik előnyben a tőke-és kamatfizetési kötelezettséggel járó hitellel szemben.

A nyert információk a többféleképpen is hasznosíthatók.

- A kutatási eredmények felhívják a figyelmet az elmélet és gyakorlat közötti távolságra. Az eltérés ismerete segít abban, hogy felhívja a figyelmet a modell feltételeinek szűkítésére, a gyakorlathoz való közelítésére. A bemutatott elméleti anyag irányt mutat abban, hogy összességében mely tényezők (lehetnek) azok, amelyek befolyással bírhatnak a vállalati tőkeszerkezet alakulására. A befolyásoló tényezők jelentősége azonban más és más az egyes országokban, ágazatokban,

vállalatokban, és időszakonként is változik a befolyás nagysága (esetleg iránya). A különféle elméletek bemutatása rávilágít a lehetséges megközelítések sokféleségére, és rámutat arra, hogy a szemléletek sokféleségét figyelembe kell venni a vizsgálat során. Az összevetés pedig rávilágít az elméletek erősségére és gyengéire is.

- Fontos figyelembe venni, hogy a tőkeszerkezet befolyásoló tényezői két jól elkülöníthető csoportra oszlanak (makro- és mikrotényezők). Ezek együttes vizsgálatával tárható fel a tőkeszerkezetet befolyásoló tényezők teljes listája. Jelen dolgozat a mikrotényezők befolyásoló szerepét tárja fel. A vizsgálat a vállalati szektor egészére vonatkozóan végez elemzést a befolyásoló tényezők tekintetében, ágazati bontásban.
- A mikrotényezők befolyásoló szerepének megismerése fontos lehet a vállalati szakemberek számára a tudatos finanszírozási politika kialakításához, s a tőke költség csökkentésén keresztül elősegítheti a vállalati érték maximalizálását. Az eredmények szemléletesen illusztrálják, hogy nem egyetlen elméletnek van kizárólagos jelentősége a tőkeszerkezet alakulásánál, hanem több elmélet is valós tartalommal bír. Ennek felismerése segíthet abban, hogy a releváns tényezők meghatározásával a vállalatvezetőknek segít felismerni, hogy az egyes üzleti döntések miként hatnak vissza a finanszírozási politikára.
- A kutatás eredményei az oktatásban is hasznosíthatók, hiszen eredményein keresztül bemutatatható az egyes elméletek relevanciája egy átmeneti ország példáján.

Irodalomjegyzék

Ábel István - Öcsi Béla: Finanszírozási szerkezet és tulajdonforma Közgazdasági Szemle 1999. október

Ábel István-Bonin, J. P.: Financial Sector Reform in the Economies in Transition. Megjelent: Bonin, J. P- Székely P. István (szerk.): The Development and Reforms of Financial Systems in Central and Eastern Europe. Edward Elgar. 1994

Árvai Zsófia: A vállalatfinanszírozás új fejlődési irányai in. Tanulmányok a bankszektor középtávú fejlődési irányairól (Merő ed.) 91-111. old. 2002.

Balla Andrea - Cesário Mateus: Empírikus vizsgálat a tőkestruktúra-döntésekről Vezetéstudomány XXXV. évf. 24-33. old. 2004/2.

Balla Andrea: A vállalati tőkefinanszírozási döntéseket befolyásoló tényezők vizsgálata Vezetéstudomány XXXIII. évf. 63-71. old. 2002/7-8.

Baloghné Balla Andrea: Vállalati tőkestruktúra választás: Empírikus vizsgálat a magyar feldolgozóipari vállalatok és tőzsdei cégek tőkeszerkezetéről Ph.D. értekezés Pécsi Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar, 2005.

Bancel F.- Mittoo U. R.: Cross-Country Determinants of Capital Structure Choise: A Survey of European Firms Financial Management Vol. 33. No. 4. 2004. Winter

Bancel F.- Mittoo U. R.: The Determinants of Capital Structure: A Survey of European Firms AFA Conference Vashington 2003 January

Bélyácz Iván: A vállalati beruházások finanszírozásának jellemzői a piacgazdasági átalakulás időszakában Jubileumi tanulmánykötet I. Czabán János professzor 70. születésnapja alkalmából Miskolc 2005 113-124. old.

Bélyácz Iván: Tőkeberuházási és finanszírozási döntések JPTE Pécs 1995.

Bélyácz Iván: Vállalati tőkefinanszírozás JPTE Pécs 1999.

Bodnár Béla: Az SPSS alapjai Miskolci Egyetem Szakdolgozat

Bonin, John P.-Schaffer, Mark E.: Bankok , vállalatok, rossz hitelek és csődök Magyarországon, 1991-1994. Közgazdasági Szemle 1996/2.

Booth L.- Aivazian V.- Demirguc- Kunt A.- Maksimovic V.: Capital Structures in Developing Countries The Journal of Finance Vol. 56. No. 1. 87-130 old. 2001. February

Bozsik Sándor: Finanszírozási döntések Oktatási segédlet Miskolci Egyetem 1998

Bradburry M. and Lloyd S.: An Estimate of the Direct Costs of Bankruptcy in New Zeland Asia-Pacific Journal of Management Vol. 11. 857-878. old. 1994

Bradley M.- Jarell G.- Kim E.: On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence Journal of Finance 39. 857-878 old. 1984.

Brealey R.- Myers S.: Modern Vállalati Pénzügyek I-II. Panem Budapest 1992.

Burton G. Malkiel: Bolyongás a Wall Streeten Nemzetközi Bankárképző Központ Budapest 1992

Castanias R.: Bankruptcy risk and optimal capital structure Journal of Finance 38 1617-1635. old. 1983.

Chen C. R. and Steiner T. L.: Tobin's q, Managerial Ownership and Analyst Coverage – A nonlinear Simultaneous Equations Model Journal of Economics and Business Vol. 52. No 4. 365 – 382. old. 2000.

Colombo E.: Determinants of corporate capital structure: evidence from Hungarian firms Applied Economics vol. 33. 1689-1701. old. 2001.

Copeland E. T., Weston J.F.: Financial Theory and Corporate Policy Addison-Wesley Publishing Company Third Edition 1992.

Corbett J. and Jenkinson T.: The financing of Industry 1970-89: An International Comparison CEPR Discussion Paper No. 958. 1994.

Cornelli F.- Portes R.- Schaffer M. E.: The Capital Structure of Firms in Central and Eastern Europe CEPR Discussion Paper Series No. 1392. 1996.

Cziráki Péter: A tőkestruktúra empirikus vizsgálata a magyar és az osztrák tőzsdén jegyzett vállalatok körében Közgazdasági Szemle 2007/július-augusztus 703-715. old

Csermely Á.- Vincze J.: Leverage and Foreign Ownership in Hungary NBH Working Paper National Bank of Hungary, Budapest 1999/1.

Csermely Ágnes: A vállalkozások banki finanszírozása Magyarországon 1991-1994 MNB Füzetek Magyar Nemzeti Bank Budapest 1996/6.

Damadoran A.: Corporate Finance Theory and Practice Second Edition John Wiley and Sons, Inc. 2001.

DeAngelo H.- Masulis R. W.: Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation Journal of Financial Economics Vol. 8. 3-29. old. 1980.

Deliné Dr. Pálinkó Éva: A csőd és a csődelkerülő eljárás pénzügyi kérdései Doktori (PhD) értekezés Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem Műszaki Menedzser Szak Doktori Tanácsa Budapest 2002.

Devic A.- Krstic B.: Comparatible Analysys of the capital structure determinants in Polish and Hunagrian enterprises – empirical study – Facta Universitatis Series: Economics and Organization Vol. 1. No. 9. 85-100. old. 2001.

Diamond, D. W.: Pénzügyi közvetítés és delegált megfigyelés Kereskedelmi bankok – Tanulmányok a pénzügyi intézményekről Panem-McGraw-Hill Budapest 1996

Diamond, Douglas W. (1996): Pénzügyi közvetítés és delegált megfigyelés (In: Kereskedelmi bankok, Panem-McGraw Hill, 1996)

Donaldson G.: Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration Boston 1961

Dobák Miklós: A versenyképesség szintjei és tényezői Corporate Governance Közép- és Kelet-Európában Jubileumi tanulmánykötet I. Czabán János professzor 70. születésnapja alkalmából Miskolc 2005 165-172. old.

Durand D.: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment: Comment American Economic Review 49. 1959. 639-654. old.

Durand D.: Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems in Measurement Conference on Research in Business Finance 215-247. old. NBER New-York 1952. 215-247. old.

Firth M.: The Impact of Institutional Stockholders and Managerial Interests on the Capital Structure of Firms, Managerial and Decision Economics Vol. 16. 167-175. old. 1995

Fisher E., Hienkel R., and Zechner J.: Dinamic Capital Structure Choice: Theory and Tests Journal of Finance 44, 19 – 40 old. 1989.

Frank M. Z.- Goyal V. K.: Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure Journal of Financial Economics Volume 67. Issue 2. 217-248. old. 2003. February

Friend I.- Hasbrouck I.: Determinants of Capital Structure J. Chen (ed.): Research in Finance, JAI Press London 1988.

Graham J. R.- Harvey C.: The theory and practice of corporate finance: evidence from the field Journal of Financial Economics 60. 187-243. old. 2001.

Graham John R.: How big are the tax benefits of debt? Journal of Finance 55. 1901-1941. old. 2000.

Harris M.- Raviv A.: Corporate Control Contests and Capital Structure Journal of Financial Economics 56-86. old. 1988 March

Harris M.- Raviv A.: The Theory of Capital Structure Journal of Finance Vol. 46. No. 1. 297-355. old. 1991. March

Hennessy A.C.- Whited M.T.: Debt Dinamics Journal of Finance Vol. 60. No. 3. 1129-1166 old. 2005. June

Hirota S.: Are Corporate Financing Decisions Different in Japan? An Empirical Study on Capital Structure Journal of the Japanese and International Economics Vol. 13. 201-229. old. 1999.

Jaffe J.-Westerfield R.: Risk and the optimal debt level in T. Copeland ed: Modern Finance and Industrial Economics 1987.

Jaksity György: A pénz nyugtalan természete Mindentudás Egyeteme 2005.
<http://www.mindentudas.hu/jaksity/index.html>

Jaksity György: A pénz természete Alinea Kiadó Budapest 2004

Jensen M.C. – Meckling W.: Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs, and capital structure Journal of Financial Economics 3. 305-360. old. 1976.

Juhász Péter: Az üzleti és könyv szerinti érték eltérésének magyarázata - vállalatok mérlegen kívüli tételeinek értékelési problémái Ph.D értekezés 2004 Budapesti Corvinus Egyetem

Katits Etelka: A vállalati tőkestruktúra elemzésének sajátosságai Pénzügyi szemle 265-288 old. 2002/3.

Katits Etelka: A vállalati tőkestruktúra Jannus Pannonius Egyetemi Kiadó Pécs 1998.

Keréky Györgyné- Mundruczó György- Sugár András: Statisztikai módszerek és alkalmazásuk a gazdasági, üzleti elemzésekben Aula Kiadó Budapest 2003.

Kayhan A.- Titman S.: Firms' Histories and their Capital Structure NBER Working Paper Series 2004 <http://www.nber.org/papers/w10526>

Kopint –Datorg: Közép-és Kelet-Európa a rendszerváltás után Kutatási projekt Kutatásvezető: Oblath Gábor, 2003.
http://telnet.datanet.hu/~kopint/kutatas/EUfelz3_KKEurArszervaltasutan/4resz-intezm.doc

Krénusz Ágota: A tőkeszerkezet meghatározó tényezői – exogén tényezők a magyar piacon Fejlesztés és Finanszírozás 2007/2. 53-64. old.

Krénusz Ágota: Bevezetés a tőkeszerkezet meghatározó tényezőinek elméletébe és gyakorlatába Hitelintézeti Szemle 2005/2.

Leland H.- Pyle D.: Informational Asymmetries, Financial Structure and Financing Intermediation Journal of Finance Vol. 32. 371-388. old. 1977.

Leland H.: Agency costs, Risk Management, and Capital Structure Journal of Finance Vol 53. 1213-1243. old. 1988

Levine, Ross (1997): Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, Journal of Economic Literature, June

Major Iván: A „közepes a szép”: kockázat és jutalom a magyar vállalati hitelezésben
Fejlesztés és Finanszírozás Negyedévente megjelenő közgazdasági szaklap 2003/2.

Mayer, Colin [1989]: Myths of the West. Lessons from Developed Countries for Development
Finance World Bank Working Papers

Mayers: New Issues in Corporate Finance European Economic Review Vol. 32. 1998.

McConnell J.- Servaes H.: Equity ownership and the Two Faces of Debt Journal of Financial
Economics Vol. 39. No. 1. 131-157 old. 1995 September

Meggison W.L.: Corporate Finance Theory Addison Wesley 1999.

Mérő Katalin (a): A kölcsönforrások szerepe és nagyságrendje a vállalatok
eszközfinanszírozásában Bankszemle 1989/4.

Mérő Katalin (b): A magyar vállalatok forrásszerkezete Statisztikai Szemle 1989/12

Mérő Katalin [2002]: A pénzügyi közvetítés mélysége és a prociklikusság - megjelent a
Tanulmányok a bankrendszer tevékenységének prociklikusságáról c. tanulmánykötetben
MNB Műhelytanulmányok 23.

Mészáros Tamás-Pitti Zoltán: A hazai magántulajdonú közép-és nagyvállalkozások helyzete
az EU perspektívájából Tudásalapú társadalom, Tudásteremtés- Tudástranszfer IV.
Nemzetközi Konferencia Miskolc- Lillafüred, 2003

Mikolasek András- Sulyok-Pap Márta: A vállalatfinanszírozás elméleti kérdései Budapest
1996

Miller M.H.: Debt and Taxes Journal of Finance 261-275. old. 1977. May

Miller M.H.: The Modigliani – Miller Propositions After Thirty Years Journal of Economic
Perspectives Vol. 2. No. 4. 99-120.old. 1988.

Miller M.H.: The Modigliani –Miller propositions after 40 years European Financial
Management Vol. 4. No. 2. 113-120. old. 1998.

Modigliani F.- Miller M.H.: Corporate Income Taxes and the Cost of Capital. A Correction.
American Economic Review 433-443. old. 1963. June

Modigliani F.- Miller M.H.: Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares Journal of
Business 411-433. old. 1961. October

Modigliani F.- Miller M.H.: The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of
Investment American Economic Review (48) 261-297.old. 1958.

Modigliani F.: Debt, Dividend Policy Taxes, Inflation and Market Valuation Journal of Finance
255-273 old. Vol. 37. No. 2. 1982. May

Molina C.A.: Are Firms Underleveraged? An Examination of the Effect of Leverage on Default Probabilities Journal of Finance Vol. 60. No. 3. 1427-1460. old. 2005. June

Murinde V.- Agung J.- Mullineux A.W.: Convergence of European financial system banks or equity markets? Political and Regional Issues at the turn of the Millenium Springer-Verlad Munich

Murray Z. Frank, and Vidhan D. Goyal: Testing the pecking order theory of capital structure Journal of Financial Economics Volume 67, Issue 2. 217-248. old. 2003. February

Myers S.C.- Majluf N.S.: Corporate Financing and Investment Decision when Firms have Information that Investors do not have Journal of Financial Economics Vol. 13. 187-221 old. 1984.

Myers S.C.: Capital Structure Journal of Economics Perspectives Vol. 15. No. 2. 81-102. old. 2001.

Myers S.C.: Determinants of Corporate Borrowing Journal of Financial Economics Vol. 5. 147-175. old. 1977.

Myers S.C.: The Capital Structure Puzzle Journal of Finance Vol. 39. 575-592. old. 1984.

Nagy Attila: A hitelkockázat tőkeszerkezet optimalizációs modellekbe építése. Amiller-Modigliani tételek kiterjesztése Hitelintézeti Szemle 2003/5. 56-86. old.

Némethné Gál Andrea – Sinkovics Alfréd: A Magyarországon működő nem pénzügyi vállalkozások forrás- és tőkeszerkezetének empirikus vizsgálata 1995-2003 Közgazdasági Szemle 2007. április 350-375. old.

Pálinkó Éva- Szabó Márta: Vállalati pénzügyek TYPOTEX Budapest 2006.

Pitti Zoltán: A hazai gazdaság fejlődésének tulajdonosfüggő jellemzői Európai Tükör 2005/1. 34-63. old.

Prasad S.- Green C.J.- Murinde V.: Company Financing, Capital Structure, and Ownership: A Survey, and Implication for Developing Economies Société Universitaire Européenne de Recherches Financières SUERF Studies 12. Vienna 2001.

Rajan R.G.- Zingales L.: What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data Journal of Finance Vol.L. No.5. 1421-1460. old. 1995. December

Rajcoomar B.: The capital structure of listed companies in Poland IMF Working Paper 1997

Revoltella D.: Financing Enterprises in the Czech Republic: the importance of firm specific variables (unpublished) University of Ancona 1998

Ross S.A.-Westerfield R.W.-Jaffe J.: Corporate Finance Irwin 1996

Schmuck Ottó: Vállalkozások Magyarországon 1992-1997 ECOSTAT Időszaki Közlemények 1. szám Budapest 1998. november

Schumpeter: A gazdasági fejlődés elmélete, KJK 1980.

Sinkovics Alfréd: A vállalkozások tőkeszerkezetének átalakulása Magyarországon 1995-2002 között Empíria és hipotézisek Vezetéstudomány 2004/12

Stachó Andrea: A tőkepiac szerkezete és szerepe a vállalati finanszírozásban Fejlesztés és Finanszírozás negyedévente megjelenő közgazdasági szaklap 2006/1.

Stiglitz, J.E.- Weiss, A.: Hiteladagolás nem tökéletes informáltságú piacon Kereskedelmi bankok - Tanulmányok a pénzügyi intézményekről Panem-McGraw-Hill Budapest 1996

Szalai Zoltán: A fejlett országok pénzügyi rendszereinek fejlődési irányzatai I-II. Bankszemle 1994/7-8.

Szekeres V.: Foreign Capital and Economic Development in Hungary Acta Oeconomica 2000/2001. No.51.

Szórádiné Szabó Márta: Tulajdonosi érdek, kontroll és vállalati teljesítmény Pénzügyi ellenőrzés – egy funkció több szerepben Szerkesztette: Vigvári András BME Pénzügyi és Számviteli Tanszék 82 -94. old. 2005

Szórádiné Szabó Márta: Vállalatfinanszírozás és finanszírozási szerkezet VIII. Ipar – és Vállalatgazdaságtani Konferencia 369 – 376. old. 2004.

Thies C.F.- Klock M.S.: Determinants of Capital Structure Review of Financial Economics Vol.1. 40-52. old. 1992.

Titman S.- Tsyplakov S.: A Dinamic Model of Optimal Capital Structure Working Paper 2005

Titman S.- Wessels R.: The Determinants of Capital Structure Choice Journal of Finance Vol. 43. 1-19. old. 1988.

Titman S.: The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidating Decision Journal of Financial Economics Vol. 13. No. 1-2. 137-151. old. 1984.

Tong G.- Green C. J.: Pecking Order or Trade-off Hypothesis? Evidence on the Capital Structure of Chinese Companies Applied Economics 37. 2179-2189. old. 2005

Várhegyi Éva: Bankhitel és vállalatfinanszírozás az EU-csatlakozás tükrében Fejlesztés és Finanszírozás Negyedévenként megjelenő közgazdasági szaklap 2003/3. 24-33. old.

Vigvári András: Pénzügy(rendszer)tan KJK- Kerszöv Jogi és Üzleti Kiadó Kft. Budapest 2004.

Warner J.B.: Bankruptcy Costs: Some Evidence Journal of Finance Vol. 32. 337-347. old. 1977

Welch I.: A Primer on Capital Structure Finanzmarkt und Portfolio Management 2. 1-29. old. 1995

Welch I.: Columbus' Egg : The Real Determinant of Capital Structure NBER Working Paper No. 8782. 2002 February

Williamson O.E.: Corporate Finance and Corporate Governance Journal of Finance Vol.43. 567-591. old. 1988.

Zeckhauser R.L. and Pound J.: Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance, in R.G. Hubbard (ed) Asymmetric Information Corporate Finance and Investment University of Chicago Press 149-180. old. 1990

Zechner J.- Swoboda P.: The critical implicit Tax Rate and Capital Structure Journal of Banking and Finance 10. 1986. 327-341. old.

1. Melléklet A vállalati adatbázisban rendelkezésre álló adatok (az adatbázis sorrendjében)

Szakágazat és csoport

Létszám (fő)

Bruttó hozzáadott érték (GDP)

Értékesítés nettó árbevétele

Export értékesítés nettó árbevétele

Anyagjellegű ráfordítás

Béreköltség

TB Járulék

Személyi jellegű ráfordítás

Értékcsökkenési leírás

Üzemi tevékenység eredménye

Pénzügyi műveletek eredménye

Adózás előtti eredmény

Fizetett kamatok és kamatjellegű ráfordítások

Tárgyi eszközök

Vásárolt készletek

Saját termelésű készletek

Követelések

Jegyzett tőke

Külföldi tulajdon a jegyzett tőkéből

Állami tulajdon a jegyzett tőkéből

Mérleg szerinti eredmény

Hosszú lejáratú kötelezettség

Beruházási és fejlesztési hitelek

Rövid lejáratú kötelezettség

Eszközök összesen

Forgóeszközök

Saját tőke

Ingatlanok (bruttó)

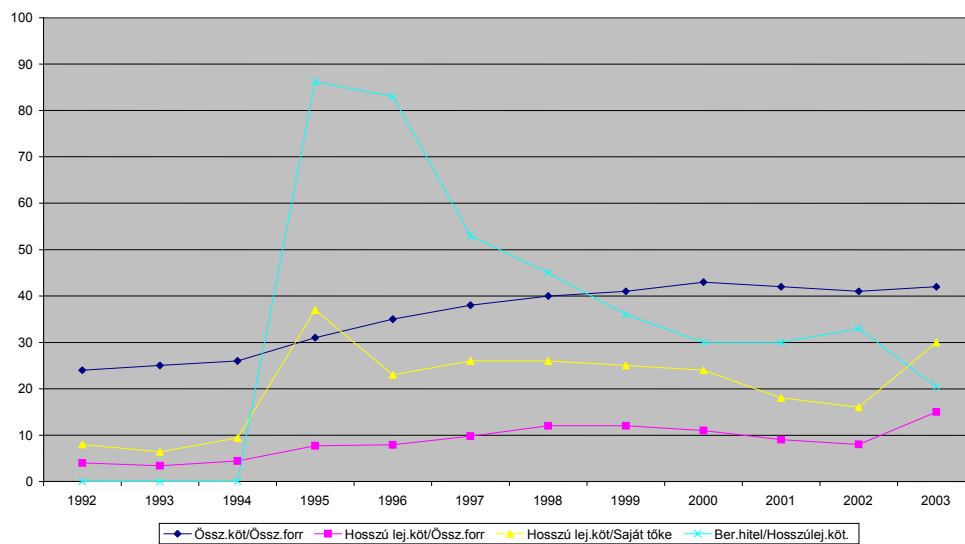
Műszaki ber., gép, felsz., járm. (bruttó)

Beruházás bruttó értéke

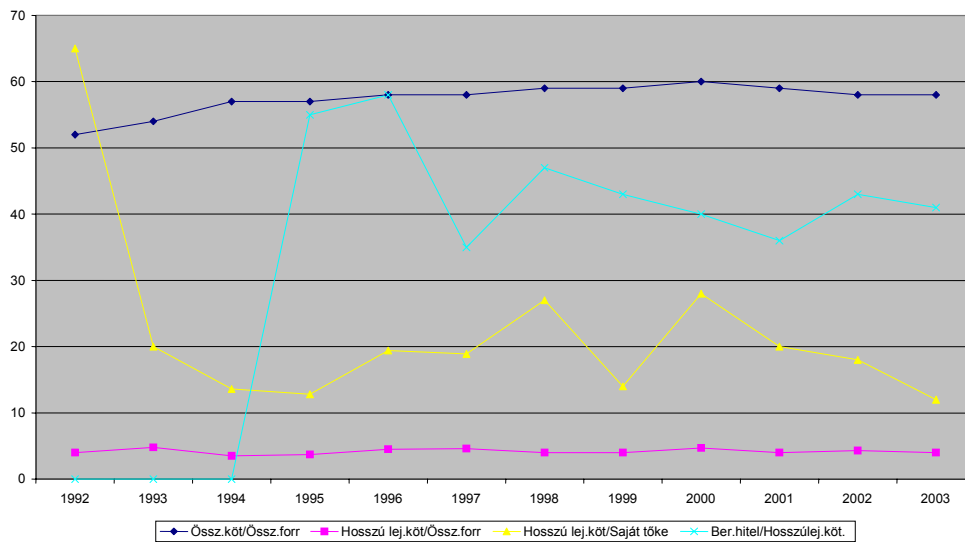
Adókedvezmények

Adózott eredmény

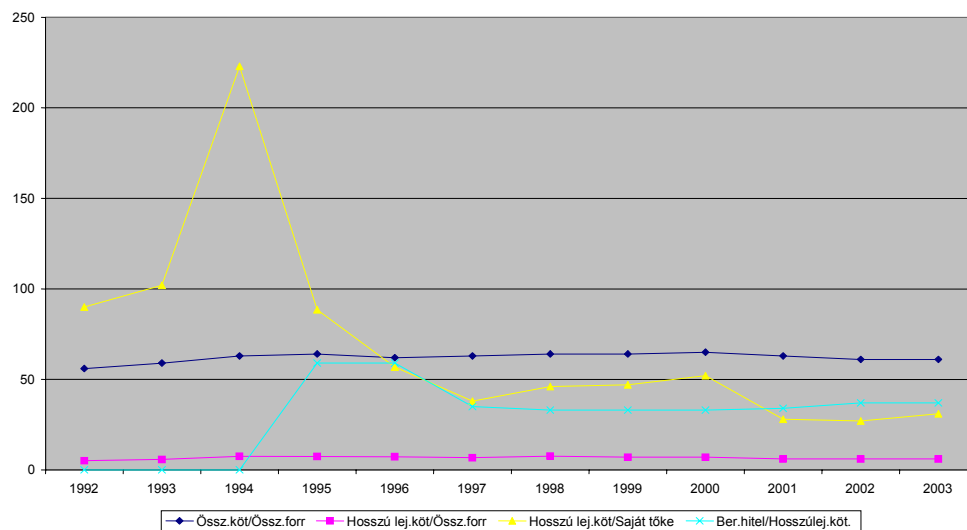
2. Melléklet A vállalatok tőkeáttételének alakulása



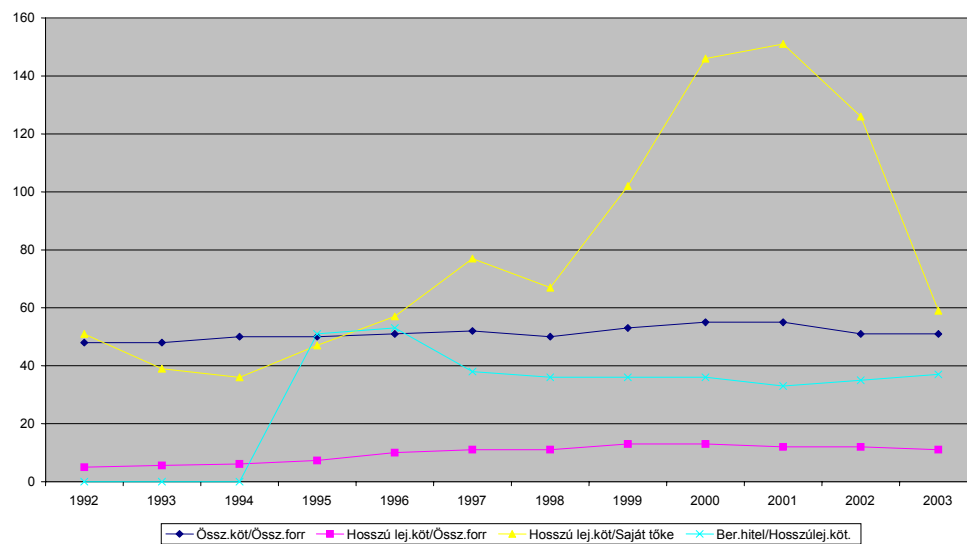
39. ábra A mezőgazdaság tőkeáttételi mutatói



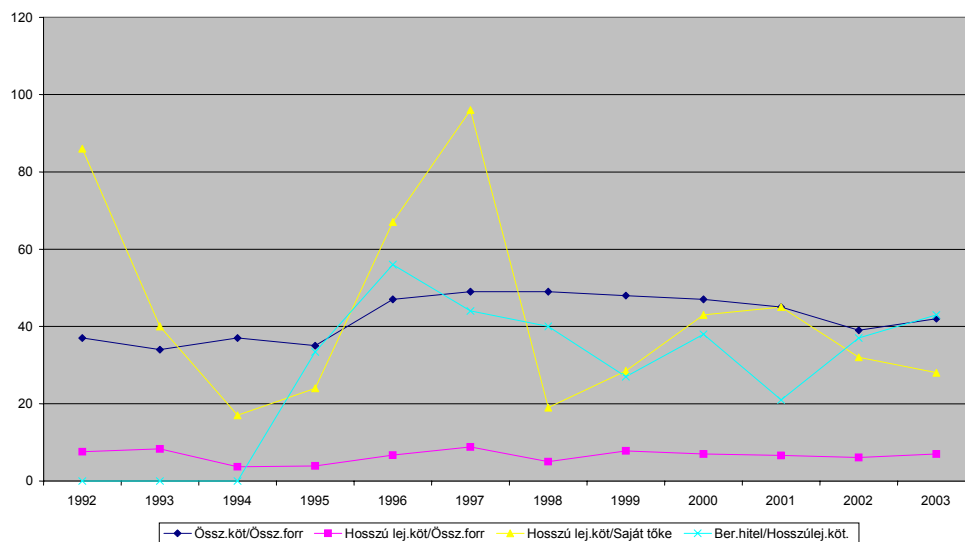
40. ábra Az építőipar tőkeáttételi mutatói



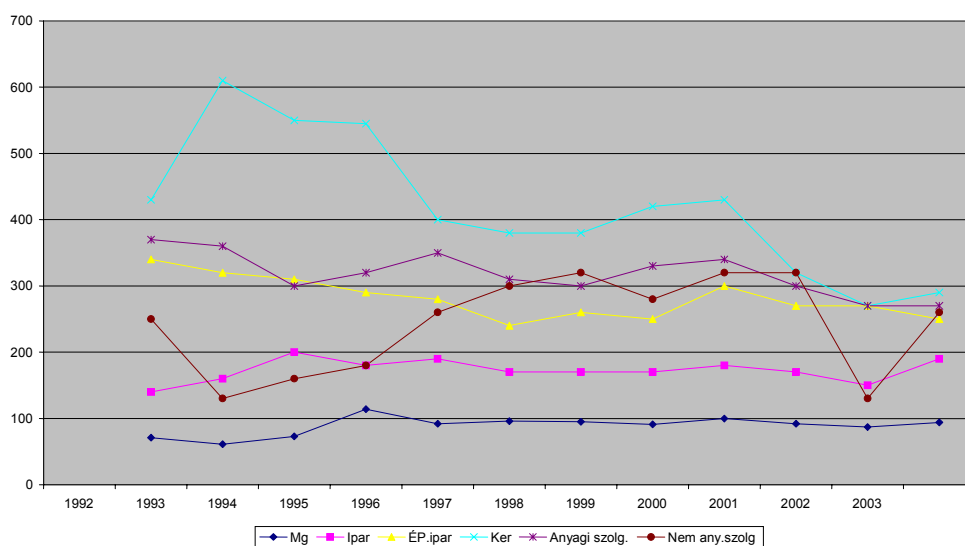
41. ábra A kereskedelem tőkeáttételi mutatói



42. ábra Az anyagi szolgáltatás tőkeáttételi mutatói

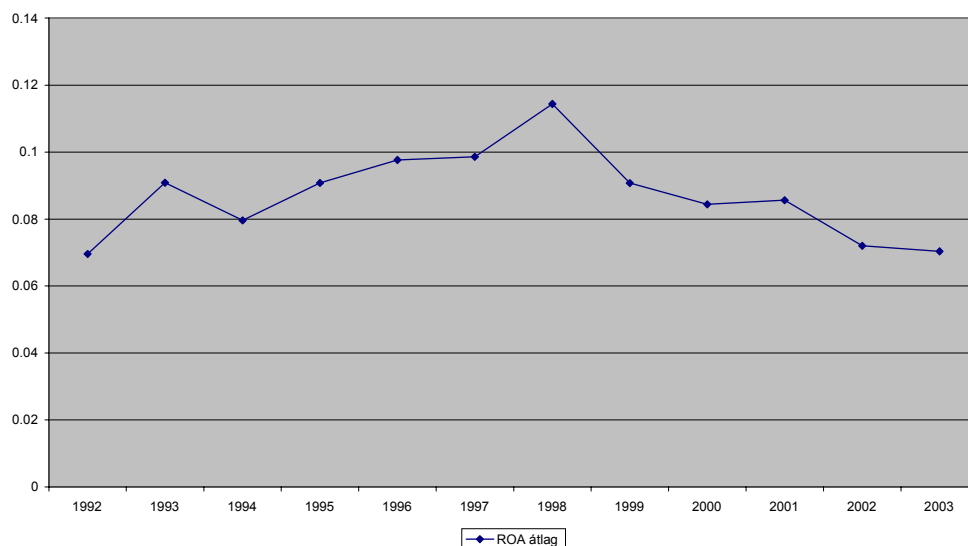


43. ábra A nem anyagi szolgáltatás tőkeáttételi mutatói

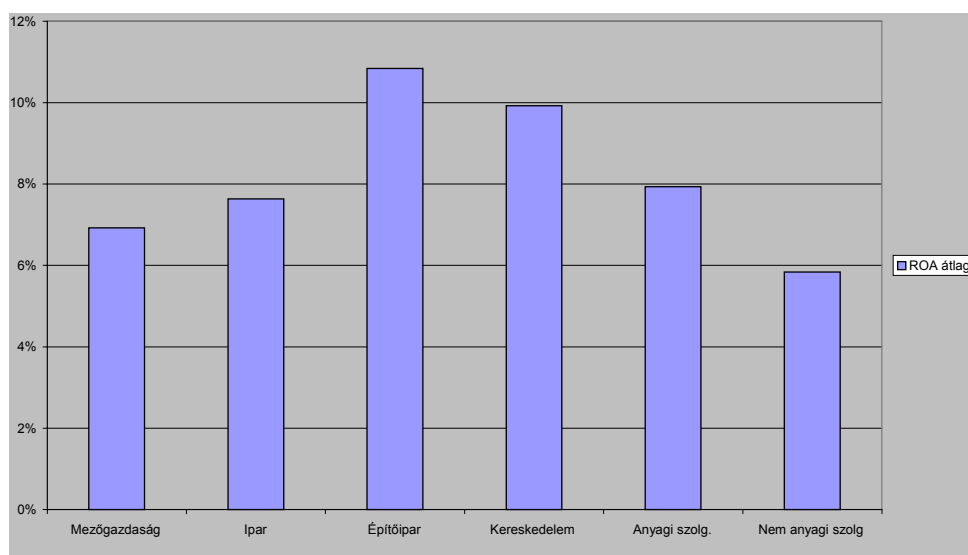


44. ábra Az idegen tőke/ saját tőke aránya az egyes iparágakban

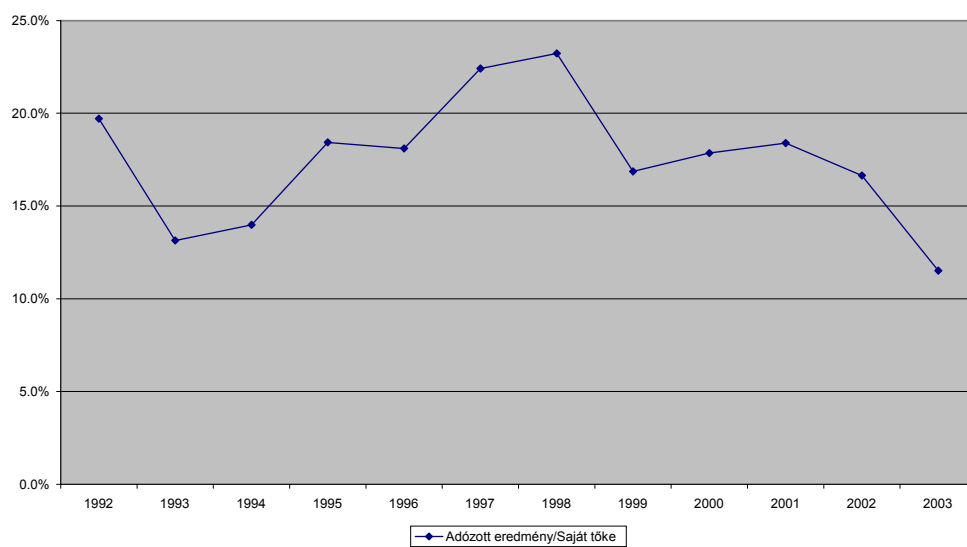
3. Melléklet A vállalatok jövedelmezőségének alakulása



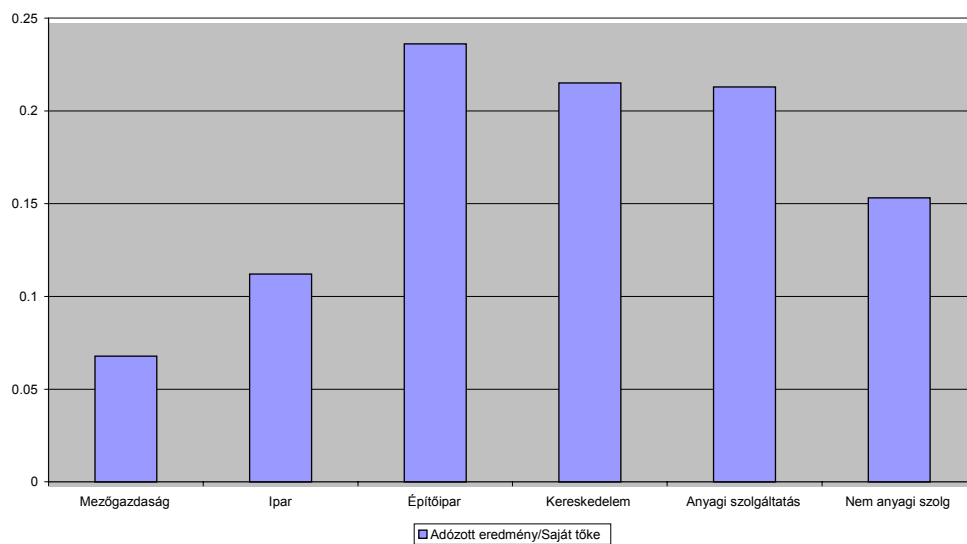
45. ábra Az eszközarányos nyereség értékének alakulása a vállalati szektorban



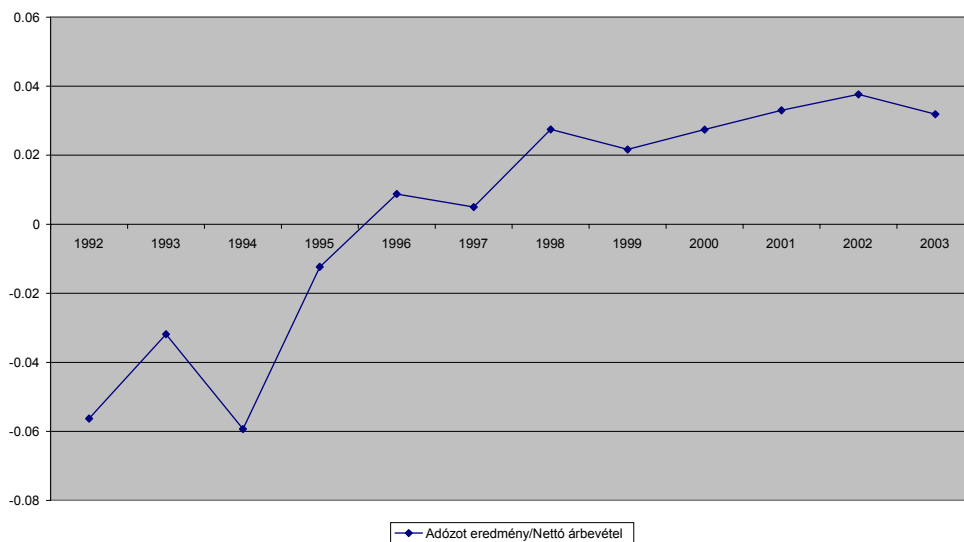
46. ábra A ROA átlagos értéke ágazatonként



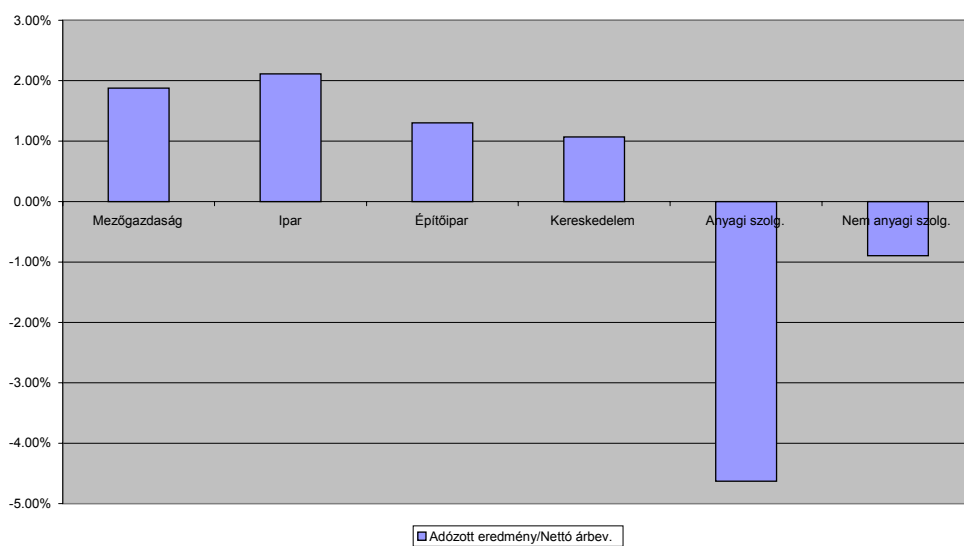
47. ábra A ROE mutató átlagos értékének évenkénti alakukása 1992-2003 között



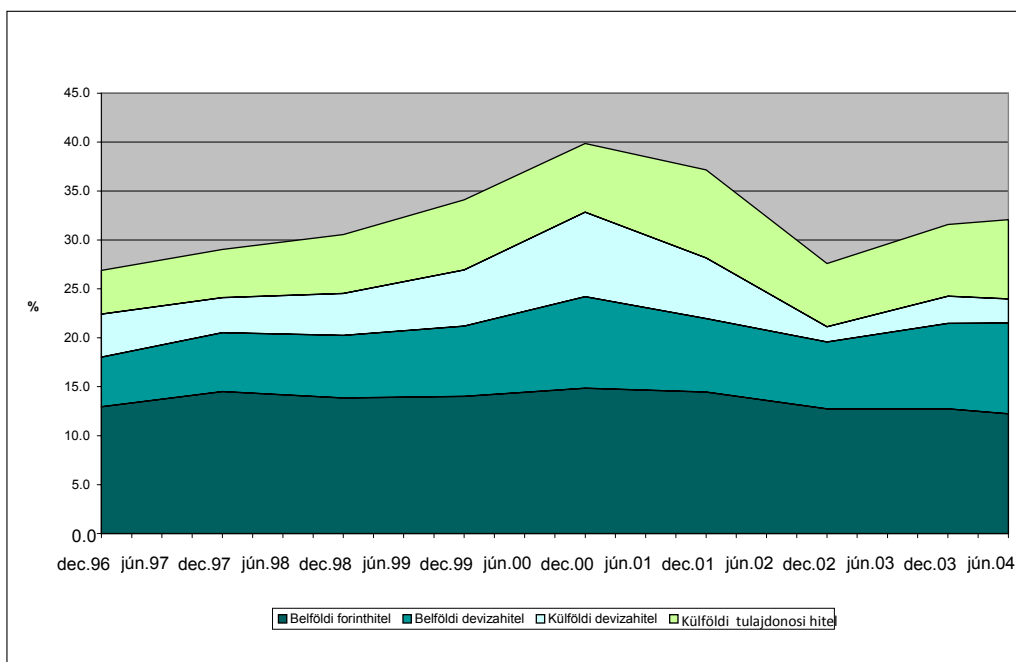
48. ábra A ROE mutató alakulása ágazatonként



49. ábra A nettó haszonkulcs évenkénti alakulása a vállalati szektorban 1992-2003 között

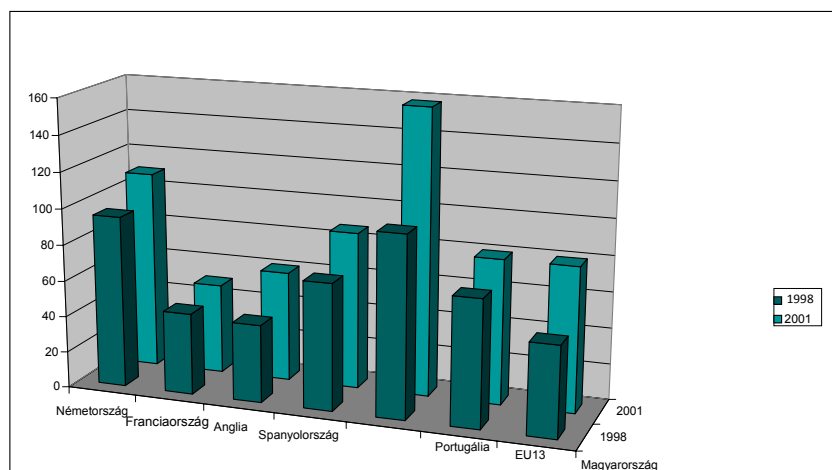


50. ábra A nettó haszonkulcs alakulása ágazatonként



51. ábra A nem pénzügy vállalatoknak a bankokkal és egyéb intézményekkel szembeni hitelei a GDP %-ában

Forrás: MNB Stabilitási Jelentés 2004. december III-3. ábra



52. ábra A nem pénzügyi vállalatok tőkeáttételének (idegen forrás/saját tőke) nemzetközi összehasonlítása (%)

Forrás: Eurostat, idézi: MNB Stabilitási Jelentés 2003. május 34. oldal

6. A SZERZŐ DISSZERTÁCIÓHOZ KAPCSOLÓDÓ PUBLIKÁCIÓI

- *A vállalati tőkeszerkezet alakulása Magyarországon 1992-2003 között Néhány speciális kérdés vizsgálata* VI. Nemzetközi Konferencia Miskolci Egyetem, Gazdaságtudományi Kar Miskolc-Lillafüred 2007
- *Some Determinants of Corporate Capital Structure in Hungary* XXVIII. OTDK Közgazdaságtudományi Szekció Doktorandusz Konferencia Miskolc 2007
- *Vállalati pénzügyek* című könyv recenziója CEO Magazin 2007/2
- *Examination of Pecking Order and Tradeoff Theory* MicroCad Konferencia Miskolc 2006
- *Some Determinants of Corporate Capital Structure in Hungary* Transactions of the Universities of Kosice, a Kassai Egyetem Kiadványa 4/2006
- *A vállalati tőkeszerkezet befolyásoló tényezői* Doktorandusz Fórum, Miskolc 2005
- *Hipotézisek és tapasztalatok a vállalati tőkestruktúráról* Gazdaságtudományi Közlemények a Miskolci Egyetem Kiadványa 2005
- *Using VAR to Determine the Value of a Company* [társszerző: Bozsik Sándor] Theory, Methodology, Practice Club of Economics in Miskolc 2005 Junius Volume 3. Number 1. Miskolci Egyetem Kiadványa
- *Examining the Theories on Capital Structure* MicroCad Konferencia, Miskolc 2005
- *A tőkeszerkezettel kapcsolatos főbb elméletek tesztje magyar vállalati panel példáján* [társszerző: Bozsik Sándor] V. Nemzetközi Konferencia, Miskolc-Lillafüred 2005
- *A hányadoselemzés jelentősége a hitelkockázat csökkentésében* MicroCAD Konferencia, Miskolc 1998
- *A vállalati tőkeszerkezet jelentősége a bankok adósminősítési rendszerében* Konferencia a Tudomány Napja alkalmából Miskolc 1997
- *Vegyesvállalatok Magyarországon* [társszerző: Boór Klára] Bankszemle 1988/1