

MISKOLCI EGYETEM
GAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR

SZEMÁN JUDIT

A MAGYAR VÁLLALATI SEKTOR TŐKESZERKEZETÉNEK ELEMZÉSE
1992-2003 KÖZÖTT

Ph.D. értekezés tézisei

Miskolc, 2008

MISKOLCI EGYETEM
GAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR

SZEMÁN JUDIT

A MAGYAR VÁLLALATI SEKTOR TŐKESZERKEZETÉNEK ELEMZÉSE
1992-2003 KÖZÖTT

Ph.D. értekezés tézisei

A DOKTORI ISKOLA NEVE:	VÁLLALKOZÁSELMÉLET ÉS GYAKORLAT DOKTORI ISKOLA
A DOKTORI ISKOLA VEZETŐJE:	Dr. Nagy Aladár egyetemi tanár a közgazdaságtudományok doktora
TUDOMÁNYOS VEZETŐ:	Dr. Vigvári András egyetemi docens a közgazdaságtudományok kandidátusa

Miskolc, 2008

TARTALOMJEGYZÉK

1. A KUTATÁSI TÉMAVÁLASZTÁS INDOKLÁSA, CÉLJA, AZ ÉRTEKEZÉS FELÉPÍTÉSE	4
2. KUTATÁSI HÁTTÉR ÉS MÓDSZERTAN.....	7
3. A KUTATÁS ÚJ ÉS ÚJSZERŰ MEGÁLLAPÍTÁSAI	8
4. AZ EREDMÉNYEK ALKALMAZÁSI LEHETŐSÉGEI	16
IRODALOMJEGYZÉK.....	17
A SZERZŐ DISSZERTÁCIÓHOZ KAPCSOLÓDÓ PUBLIKÁCIÓI	18

1. A KUTATÁSI TÉMAVÁLASZTÁS INDOKLÁSA, CÉLJA, AZ ÉRTEKEZÉS FELÉPÍTÉSE

A vállalati finanszírozás kérdésköre az 1960-as évektől tart széles körű tudományos érdeklődésre számot. Modigliani-Miller [1958] híres írásával kezdődött meg a vita arról, hogy a vállalat értékét csak az eszközök által generált pénzáram határozza meg, vagy befolyással bír a tulajdonosi értékre a vállalat forrásszerkezete, a források között az idegen és saját források aránya is. A legfontosabb kérdésként az vetődött fel, vajon létezik-e optimális tőkeszerkezet, amellyel a vállalat maximalizálni tudja piaci értékét. Az ezzel kapcsolatos könyvtárnyi szakirodalom elsősorban angolszász szerzők tollából származik, s az empirikus kutatások is elsősorban a világ fejlettebb országaiban lévő vállalatok tőkeszerkezetét vizsgálják. Viszonylag kevés figyelem jutott idáig a kevésbé fejlett országokra, ezen belül Magyarországra. Ezért választottam kutatásom témájaként ezt a még viszonylag feltáratlan területet.

A dolgozat célja a tőkeszerkezettel kapcsolatos elméletek bemutatása mellett, a vállalati tőkeszerkezet alakulását befolyásoló tényezők vizsgálata.

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 jelentkezik, 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 feladatomban 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 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 egy átmeneti gazdaságra, Magyarországra vonatkozóan.

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 [Durand, 1952] 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 adómentesítési 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 információszerezési 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 tényezőnek, 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 adópajza, 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. KUTATÁSI HÁTTÉR ÉS MÓDSZERTAN

Szakmai munkámat 1987-ben kezdtem egy frissen alakult kereskedelmi bankban vállalati hitelezőként. Munkám java részét a vállalatokkal való kapcsolattartás, a vállalati hitelkérelmek feldolgozása és az adóminősítés alkotta. E munka keretében alkalmam nyílt megismerni a bank elvárásait a hitelfelvevővel szemben, illetve a vállalat pénzügyi gazdálkodását.

A Miskolci Egyetem Pénzügy Tanszékén 1993-tól dolgozom. Oktatási feladataim közé tartozik a vállalati pénzügyek területe, amelynek egy részterületével, a vállalatfinanszírozás és tőkeszerkezet kérdéskörével foglalkozom kutatási munkám révén.

Az empírikus vizsgálatot két megközelítésben végeztem:

- A közép-kelet-európai és magyarországi vállalatfinanszírozási és tőkeszerkezeti tendenciákra vonatkozó makrogazdasági elemzést különböző nemzetközi és hazai statisztikai adatbázisokból származó adatok alapján, illetve különböző elemzések alapján készítettem el. Fő on-line adatforrásaim voltak: EBRD Transition Reports, World Development Indicators, MNB Stabilitási Jelentések.
- Az magyarországi vállalati szektor tőkeszerkezetét befolyásoló tényezők feltárása volt a mikrogazdasági elemzés célja. Az empírikus elemzés alapját az Ecostat adatbázisa képezte, amely 1992-2003 közötti időszakra vonatkozóan tartalmaz éves mérleg és eredménykimutatás adatokat. A választott időszak elejétől áll rendelkezésre összehasonlítható adatsor. A gazdaság radikális átalakulása a vizsgált időszak első felére tehető, míg a második időszakban a nem pénzügyi vállalatok többé-kevésbé konszolidált körülmények között működhettek. Így a vizsgált időszak jó elemzési lehetőséget biztosít. A vizsgálatokat az SPSS 14.0 statisztikai programcsomag alkalmazásával végeztem el.

3. A KUTATÁS ÚJ ÉS ÚJSZERŰ MEGÁLLAPÍTÁSAI

A vállalati tőkeszerkezetet befolyásoló *makrogazdasági tényezők* közül az általam fontosnak ítélt tényezőket vizsgáltam, elsősorban a bankszektor és a pénzügyi közvetítő rendszer fejlődését, valamint a tőkepiac intézményeit és működését.

Megvizsgáltam a közép-kelet-európai országokra és Magyarországra jellemző finanszírozási és tőkeszerkezeti tendenciákat az 1990-es évek elejétől napjainkig összevetve a makrogazdasági változásokkal.

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 fele adja, 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 éveit 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 hitelnövekedés dinamikája azonban lényegesen kisebb, mint a második korszakban. Eben az időszakban a korábban kifejezetten alacsony tőkeáttétel elérte a fejlettebb országokra jellemző értékeket.

Magyarországon a makrogazdasági rendszer stabilizálódása és a kockázatok ezzel párhuzamos mérséklődése a tőkeáttétel növekedését eredményezte a vizsgált időszakban.

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.

A *vállalati tényezők* vizsgálati eredményeit két tézis köré gyűjtve mutatom be:

- Az első részben megvizsgálom a mainstream elméletek alapján megállapított, tőkeszerkezetet befolyásoló vállalati tényezők Magyarországon való érvényesülését. Vizsgálataim szerint e tényezők befolyásolják a tőkeszerkezetet Magyarországon is,

azonban nem feltétlenül azonos irányban hatnak a döntésekre, mint a fejlett országokban (I. tézis és altézisei).

- A második rész olyan tényezőkre koncentrál, amely nem került a vizsgálatok célpontjába, elsősorban speciálisan az átmeneti gazdaságokban fejtik ki hatásukat a tőkeáttétel alakulására (II. tézis és altézisei).

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

A fejlett országok esetében a következő összefüggéseket találta a tanulmányok többsége: A tőkeáttétel növekszik :

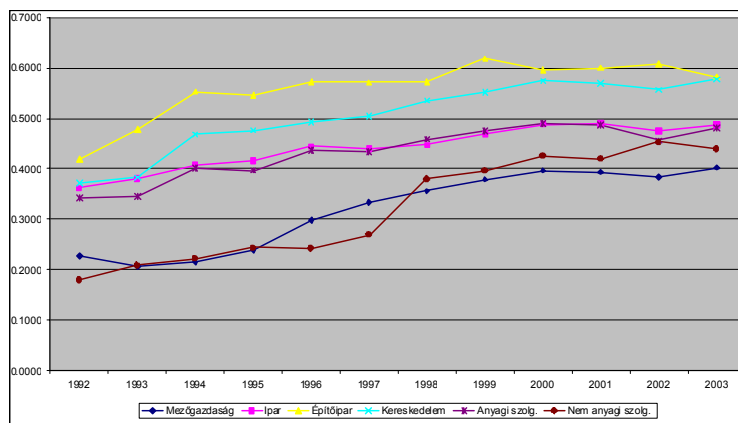
1. A tárgyi eszközök növekedésével.
2. A nem hiteljellegű adómegettakarítási lehetőségek növekedésével.
3. A vállalati növekedési lehetőségekkel.
4. A vállalati méret növekedésével.

A tőkeáttétel 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 tőkeáttételi arányként az (összes kötelezettség/összes forrás) illetve a (hosszú lejáratú kötelezettség/összes forrás) mutatót választottam.



1.ábra - Az (összes kötelezettség/összes forrás) aránya az egyes iparágakban a magyar vállalati szektorban 1992-2003 között

Az I. tézis igazolására megvizsgáltam – az adatbázis adta lehetőségek között – a magyarországi vállalatokra vonatkozóan a magyarázó változók és az eredményváltozók közötti összefüggéseket.

Altézisek:

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

Feltételezésem szerint 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.

A vizsgálat módszere: A tárgyi eszköz arány és a tőkeáttétel közötti korrelációs kapcsolat számszerűsítése.

A vizsgálat eredménye:

I/1. 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.

A vállalati méret – A választásos elmélet és az ügynök elmélet tesztelése

Feltételezésem szerint a vállalat mérete és a vállalati tőkeáttétel között pozitív kapcsolat van a magyarországi vállalatok esetében is.

A vállalat mérete befolyásoló erővel bír annak tőkeszerkezetére, a következők miatt:

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 ügynöki 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 gondolom azt, hogy egy nagyobb vállalat magasabb tőkeáttétellel rendelkezik, mint egy kisebb.

A vizsgálat módszere: A méretet két változóval is megvizsgáltam, létszám és árbevétel alapján. A létszám alapján elkülönített vállalatok tőkeáttételi mutatóinak leíró statisztikája, illetve az árbevétel alapján decilisekbe sorolt vállalatok tőkeáttételi mutatóinak vizsgálata.

A vizsgálat eredménye:

1/2. Nem igazolható a vállalati méret és a tőkeáttétel pozitív kapcsolata. Ha a 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.

Jövedelmezőség - A hierarchia elmélet és a választásos elmélet tesztelése

Feltételezésem szerint 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 vizsgálat módszere: A tőkeáttételi mutatók és az eszközarányos eredmény (ROA) közötti korrelációs kapcsolat mérésével.

A vizsgálat eredménye:

1/3. A jövedelmezőség és a tőkeáttétel kapcsolatát vizsgálva a magyar mintán az állapítható meg, hogy a két tényező közötti negatív kapcsolat tendenciájában teljesül. A vizsgált időszakban 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.

A likviditás és a tőkeáttétel kapcsolata – A hierarchia elmélet és az ügynök elmélet tesztelése

Feltételezésem szerint, 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.

A vizsgálat módszere: A likviditási mutató és a tőkeáttétel közötti korrelációs kapcsolat vizsgálatával.

A vizsgálat eredménye:

I/4. A a hierarchia elmélet érvényesül a likviditás és a tőkeáttétel kapcsolatában, nevezetesen, ha a vállalat számára likvid, felhasználható eszközök állnak rendelkezésre, nem vesz fel hitelt a 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.

Üzleti kockázat – A választásos elmélet tesztelése

Feltételezésem szerint 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 vizsgálat módszere: Az eszközarányos eredmény (ROA) szórása és a tőkeáttételi mutató közötti korrelációs kapcsolat számszerűsítésével.

A vizsgálat eredménye:

I/5. 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.

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

Feltételezésem szerint a kamat adópajzsa és a vállalat tőkeáttétele között pozitív kapcsolat van.

Az érvényben lévő *adórendszer* befolyással bír a tőkeszerkezet alakulására. A vállalat vezetői arra törekcszenek, 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. Megvizsgáltam, 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.

A vizsgálat módszere: Azt vizsgáltam meg, hogy milyen érzékenyen reagál a vállalatok tőkeszerkezete a hitelek adóelőnyének csökkenésére 1994-ben és 1995-ben. 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 eredményei:

1/6. 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 dinamikusn 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.

Iparág – A csordaszellem tesztelése

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 hosszú távon igazodnia kell.

A vizsgálat módszere: 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.

A vizsgálat eredményei:

I/7. A csordaszellem mérsékelten érvényesült a vizsgált időszakban, az iparág jellemző karakterisztikái annál jobban érvényesülnek, minél nagyobb vállalatról van szó a vizsgálat szerint.

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

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” tényezőkön kívül.

Altézisek:

Tulajdonosi összetétel

Feltételezésem szerint 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 tőkeszerkezeten 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 vizsgálat módszere: A külföldi tulajdoni arány és a tőkeáttétel közötti korrelációs kapcsolat számszerűsítésével, valamint a tulajdonosi összetétel szerint hogyan alakult a tőkeáttételi mutató mediánja ágazatonként.

A vizsgálat eredményei:

II/1. 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.

A lejáratil illeszkedés vizsgálata

Feltételezésem szerint a magyar vállalatok esetében nem érvényesül a lejáratil illeszkedés elve, a vállalatok hosszú lejáratú eszközeik egy részét rövid lejáratú forrásból 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 magyarországi vállalatok betartják-e ezt a szabályt.

A vizsgálat módszere: A lejáratil illeszkedés elvének vizsgálata érdekében kiszámoltam a befektetett eszközök saját tőkéhez + hosszú lejáratú kötelezettségekhez való arányát. A $\left[\frac{\text{Befektetett eszköz}}{\text{Saját tőke} + \text{Hosszú lejáratú kötelezettség}} \right]$ 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.

A vizsgálat eredményei:

II/2. A magyar vállalatok teljesítik a lejáratil illeszkedés elvét, rövidlejáratú eszközeiket rövid lejáratú forrásokból, hosszú lejáratú eszközeiket hosszú lejáratú forrásokból finanszírozzák.

4. AZ EREDMÉNYEK ALKALMAZÁSI 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 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 gyengeségeire 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 bemutatható az egyes elméletek relevanciája egy átmeneti ország példáján.

IRODALOMJEGYZÉK

- [1] Balla Andrea - Cesário Mateus: Empírikus vizsgálat a tőkestruktúra-döntésekről Vezetéstudomány XXXV. évfolyam 24-33. old. 2004/2.
- [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. Február
- [3] 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.
- [4] Harris M.- Raviv A.: The Theory of Capital Structure Journal of Finance Vol. 46. No. 1. 297-355. old. 1991. March
- [5] Miller M.H.: Debt and Taxes Journal of Finance 261-275 old. 1977. May
- [6] Modigliani F.- Miller M.H.: The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment American Economic Review (48) 261-297.old. 1958.
- [7] Modigliani F.- Miller M.H.: Corporate Income Taxes and the Cost of Capital. A Correction. American Economic Review 433-443 old. 1963. June
- [8] Myers S.C.: The Capital Structure Puzzle Journal of Finance Vol. 39. 575-592. old. 1984.
- [9] 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.
- [10] 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.
- [11] 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
- [12] Szórádiné Szabó Márta: Vállalatfinanszírozás és finanszírozási szerkezet VIII. Ipar – és Vállalatgazdaságtani Konferencia 369 – 376. old. 2004.
- [13] Vigvári András: Pénzügy(rendszer)tan KJK- Kerszöv Jogi és Üzleti Kiadó Kft. Budapest 2004.
- [14] Williamson O.E.: Corporate Finance and Corporate Governance Journal of Finance Vol. 43. 567-591. old. 1988

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 tényezők* 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