

NÉMETHNÉ GÁL ANDREA–SINKOVICS ALFRÉD

**A Magyarországon működő nem pénzügyi vállalkozások  
forrás- és tőkeszerkezetének empirikus vizsgálata,  
1995–2003**

---

E cikk a vállalkozási pénzügyek egyik legizgalmasabb problémájával, a vállalkozások forrás- és tőkeszerkezetének formálására-formálódására ható külső és belső tényezőkkel foglalkozik. A Magyarországon működő nem pénzügyi, társas vállalkozások forrás- és tőkeszerkezete 1995–2003 között drasztikusan átalakult. A hosszú lejáratú forrásokon belül jelentősen és folyamatosan csökkent a saját tőke hányada, és e csökkenést nem ellensúlyozó módon növekedett a hosszú lejáratú idegen források részaránya. Ezzel párhuzamosan a saját tőkén belül jelentősen visszaesett a jegyzett, illetve törzstőke aránya, és többszörösére nőtt az eredménytartalék. A forrásszerkezet egészén belül pedig jelentősen növekedett a rövid lejáratú külső források, elsősorban banki források aránya, s ezzel a vállalkozási szféra rövid lejáratú eladósodása is. Az adatbázis vizsgálata azt igazolta, hogy a forrás- és tőkeszerkezet e tendenciáit leíró pénzügyi mutatók rendkívül szorosan korrelálnak mind a saját tőke, mind a befektetett tőke, mind az eszközök megtérülésével, a vállalkozások nyereségtermelő képességével, és a kapott eredmények alapján elmondható, hogy a vállalkozások a tulajdonosi érdekek megfelelő finanszírozási politikát folytattak.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G32.

---

E cikkben a mérlegbeszámolót készítő, Magyarországon működő nem pénzügyi vállalkozások összesített mérleg- és eredménykimutatási adatait tartalmazó APEH-adatbázis alapján végzett – a vállalkozások forrás- és tőkeszerkezetének 1995–2003 közötti változásaira irányuló – empirikus kutatás eredményeit mutatjuk be. Az elemzés módszereinek határait szabja a differenciálatlan adatbázis, amelyben nincsenek elkülönítve a más-más tulajdonformába, illetve más-más ágazatba tartozó tőzsdei és nem tőzsdei vállalkozások. Csupán az éves nettó árbevétel szerinti csoportosítás áll rendelkezésünkre. Ezért ennek az adatbázisnak a feldolgozása, értékelése alapján nem vizsgálhattuk, hogy

– miként változott a Magyarországon működő bejegyzett tőzsdei vállalkozások forrás- és tőkeszerkezetének finanszírozása;

– milyen ágazat- vagy vállalat-specifikus tényezők hatnak a vállalatok finanszírozására;

– hogyan változott a vállalatok rövid lejáratú kötelezettségein belül a bankhitelek aránya.

Kutatásunk során a következő tendenciákat találtuk:

– a vállalkozások hosszú lejáratú forrásain belül 1995–2003 között határozottan csökkent a saját tőke aránya, és növekedett – de az előbbi nem kiegyenlítő módon – a hosszú lejáratú kötelezettségek aránya;

– a saját tőkén belül jelentősen visszaesett a jegyzett tőke aránya, és növekedett az eredménytartalék aránya;

– markánsan növekedett – párhuzamosan a hosszú lejáratú források arányának csökkenésével – a rövid lejáratú források aránya, miközben magán a rövid lejáratú kötelezettségeken belül kisebb lett a szállítói kötelezettségek aránya;

– a vállalkozások összes pénzügyi forrásain belül folyamatosan növekedett az idegen források aránya, nagyobb mértékű lett a vállalati eladósodás.

A továbbiakban arra kerestünk választ, hogy milyen gazdálkodási feltételek és törekvések hatására bontakoztak ki az előbbi tendenciák. Ehhez azt vizsgáltuk, hogy a vállalkozások a befektetett és forgóeszközeik milyen mértékű növekedésével alapozták meg árbevétel-növelésüket, s ezeket miként finanszírozták. Ehhez számba vettük a tőkeelemek árát, a saját tőke hozamát (ROE) és a bankhitelkamatok alakulását, továbbá más jövedelmezőségi mutatókat, valamint az átlagos tőkeköltségek alakulását.

Úgy találtunk, hogy az üzleti kamatoknál a saját tőke megtérülése a teljes vizsgált időszakban jelentősen alacsonyabb volt, mégis a finanszírozás révén a külső pénzügyi források aránya növekedett mind a hosszú, mind a rövid lejáratú forrásszükséglet kielégítésében az összes forráshoz képest.

*A témaválasztásról.* A vállalati gazdálkodás egyik legfontosabb területe a forrásgazdálkodás, a vállalkozás ellátása az eszközbeszerzéshez, működtetéshez és a tevékenység egészéhez szükséges forrásokkal. A vállalati pénzügyi forrásokon belül megkülönböztetjük egymástól a hosszú és rövid lejáratú pénzügyi forrásokat: az egy éven túli források a hosszú lejáratúak, míg az annál rövidebb lejáratúak a rövid lejáratú források.

A vállalatfinanszírozás legalapvetőbb szabálya, hogy a hosszú lejáratú források funkciója főként a tartós forgóeszköz-szükséglet finanszírozása, míg rövid lejáratú forrásoké zömmel az átmeneti forgóeszközök finanszírozása. A finanszírozás – úgynevezett – aranyabálya szerint ugyanis a források lejáratának és az általuk finanszírozott eszközök megtérülésének időben összehangolt folyamatnak kell lennie.

A tartós, hosszú lejáratú források alapvetően két részből állnak: a saját tőkéből, amelyet a tulajdonosok véglegesen a vállalkozás rendelkezésére bocsátottak (részvénytársaságok esetében ez a jegyzett tőke, tőketartalék, eredménytartalék, lekötött tartalék, céltartalék és a mérlegeredmény), továbbá hosszú lejáratú idegen forrásokból (amelyek a gyakorlatban beruházási-fejlesztési hitelek, de szerepelnek itt vissza nem térítendő uniós vagy állami fejlesztési támogatások).

A rövid lejáratú idegen források részben rövid lejáratú bankhitelek (forgóeszköz-hitelek, folyószámlahitelek), szállítói hitelek és a kötelezettségek. A kötelezettségekhez tartoznak az adókötelezettségek, valamint a munkavállalókkal szembeni kötelezettségek. A rövid lejáratú kötelezettségek, minthogy egy éven belül teljesítendő, illetve törlesztendő, normális esetben csak forgóeszközöket, illetve azok elemeinek (alapanyagok, félkész és késztermékek, árukészletek) átmeneti finanszírozását szolgálják.

A tartós, hosszú lejáratú finanszírozási források szerkezetét nevezik vállalati tőkeszerkezetnek, ezen alapvetően a vállalati saját tőke és idegen hosszú lejáratú források arányát értik. Vállalati forrásszerkezetten legalapvetőbben a hosszú és rövid lejáratú források arányát, összetételét értjük, de természetesen ezen belül az egyes elemek részarányát mérő mutatók sorát lehet képezni.

A vállalati pénzügyi tevékenység komplex feladat, beletartozik a vállalati beruházási-befektetési lehetőségek vizsgálata, a lehetséges beruházások közti szelekciós döntések, valamint a vállalkozás rövid és hosszú távú, operatív és stratégiai pénzügyi-finanszírozási döntései, a finanszírozás megszervezése, a pénzügyi kapcsolatok lebonyolítása a fogyasztókkal, kereskedelmi partnerekkel, szállítókkal, banki, pénzügyi, adóhivatali, önkormányzati stb. partnerekkel.

A beruházások és a forgóeszközök finanszírozásához szükséges hosszú és rövid lejáratú források megszerzése, a velük való gazdálkodás jelentős hatással van a vállalkozások értékére, jövedelmezőségére, az eszközök megtérülésére, a források hasznosításának hatékonyságára. E pénzügyi tevékenység eredményeképpen a vállalatok forrás- és tőkeszerkezete állandó átalakulásban van.

Vajon a vizsgált időszakban a Magyarországon működő vállalatok forrás- és tőkeszerkezete változásának (átalakulásának) volt-e *valamilyen trendje*, és ha igen, milyen okoknak köszönhetően? Cikkünkben a Magyarországon működő vállalkozások 1995–2003 közötti forrás- és tőkeszerkezetének változására irányuló empirikus kutatás eredményeit mutatjuk be, s egyúttal kísérletet teszünk a változások néhány alapvető okának a feltárására is.

## A magyarországi társas vállalkozások forrás- és tőkeszerkezete, 1995–2003

### *A társas vállalati struktúra statisztikai leképezése*

Az empirikus vizsgálat adatbázisának elemzése során szerettük volna összehasonlítani a tőkeszerkezet fejlődésének a kis-, közép- és nagyvállalati körben tapasztalható fő trendjeit. Ezt azonban az (egyébként igen részletes árbevételi csoportosítást tartalmazó) adatbázis korlátai nem tették lehetővé.

Noha a kis- és középvállalkozások körének törvény általi meghatározása több kritérium alapján történik, de a statisztikák többsége (így a KSH-, EU-statisztikák) csak a létszám-kategóriákat veszi figyelembe. Ennek egyik oka, hogy más kritériumok (a nettó árbevétel és a mérlegfőösszeg maximuma, függetlenségi kritériumok) az évek során változtak, ami ellehetetlenítheti vagy legalábbis megnehezíti az adatok időbeli összehasonlíthatóságát. A másik ok, hogy a nemzetközi statisztikák is csak a létszámot használják csoportképző ismérvként, vagyis a térbeli összehasonlítás is csak így lehetséges.

A rendelkezésünkre álló adatbázis<sup>1</sup> igen gazdag, de messze nem teljes, ezért több szempontból is nehezíti a vállalkozások forrás- és tőkeszerkezetének vizsgálatát, különösképpen a különféle nagyságú vállalatok forrás- és tőkeszerkezete változásainak az összehasonlítását. Az adatbázis

- nem tartalmaz a foglalkoztatottak létszámára vonatkozó információkat, ezért nem volt lehetséges a cégek csoportosítása mikro-, kis- és középvállalkozásokra, valamint nagyvállalatokra;

- nem tartalmazza a mérlegadatokon belül teljes részletességgel a vállalkozások rövid lejáratú kötelezettségeinek teljes skáláját (külön csak a szállítói kötelezettségek adata adott, a rövid lejáratú hitelek és az egyéb rövid lejáratú kötelezettségeké nem, az adatbázisban csak ezek együttes összege szerepel), ezért a rövid lejáratú bankhitelek állományának mértékére csak visszafelé lehet következtetni, ami az elemzést nagyban megnehezíti;

- 2001. évi adataiban aggregációs hiba van, ezekkel az adatokkal a vizsgált időszak trendek rendre megtörnek, de 2002-től érdekes módon helyreállnak.

A vállalati nagyság szerinti forrás- és tőkeszerkezet vizsgálatához ezért egy leegyszerűsítő „munkadefiníciót” alkalmaztunk. Ez azt jelenti, hogy az éves nettó árbevétel alapján két csoportra osztottuk a cégeket:

1. „kisebb” cégeknek minősítettük az éves 500 millió forint alatti nettó árbevételt realizáló cégeket,
2. míg „nagyobb” cégeknek minősítettük az éves 500 millió forint fölötti éves árbevételt realizáló vállalkozásokat.

Ez a felosztás kísérleti alapon történt. Azért választottuk ezt az összeghatárt, mert az

<sup>1</sup> APEH: Az adóbevallást benyújtó társas vállalkozások mérleg- és eredménykimutatási adatai, 1995–2003. Itt mondunk köszönetet a 7Sigma Kft.-nek, hogy rendelkezésünkre bocsátotta kutatási célból ezt az adatbázist.

elemzések során azt tapasztaltuk, hogy az ez alatti és e feletti vállalati kör jellemzői mutatják a pénzügyi mutatók szempontjából a legmarkánsabb eltéréseket,<sup>2</sup> de tudjuk, hogy az 500 millió forintos összeghatár nyilvánvalóan más reálértéket képviselt 1996-ban, mint 2003-ban. Az így képzett csoportokba került cégek számának alakulását mutatja az 1. táblázat.

1. táblázat

A kisebb és nagyobb vállalatok számának alakulása 1995–2003 között

Év	Kisebb vállalatok*	Nagyobb vállalatok**	Együtt
1995	188 993	3079	192 072
1996	220 159	3750	223 909
1997	227 395	4543	231 938
1998	247 649	5623	253 272
1999	253 416	6154	259 570
2000	286 975	7559	294 534
2001	294 613	8203	302 816
2002	300 212	8805	309 017
2003	293 034	9234	302 268

\* Árbevétel 500 millió forint alatt.

\*\* Árbevétel 500 millió forint felett.

Forrás: 1995–2003 közötti APEH-adóbevallások alapján saját számítás.

Az így definiált vállalati struktúrában a nagyobb vállalatok aránya folyamatosan és gyorsan nőtt, a vizsgált időszak alatt megháromszorozódott, míg a kisebb vállalatok száma csak 55 százalékkal. Emellett ez az adatsor is azt igazolja, hogy a nagyobb vállalatok

2. táblázat

A kisebb és nagyobb vállalatok számának és árbevételének százalékos megoszlása

Év	Vállalatok száma szerint			Nettó árbevétel szerint		
	kisebb vállalatok	nagyobb vállalatok	összesen	kisebb vállalatok	nagyobb vállalatok	összesen
1995	98,4	1,6	100,0	34,3	65,7	100,0
1996	98,3	1,7	100,0	31,7	68,3	100,0
1997	98,0	2,0	100,0	28,4	71,6	100,0
1998	97,8	2,2	100,0	26,2	73,8	100,0
1999	97,6	2,4	100,0	24,7	75,3	100,0
2000	97,4	2,6	100,0	22,7	77,3	100,0
2001	97,3	2,7	100,0	21,1	78,9	100,0
2002	97,2	2,8	100,0	21,8	78,2	100,0
2003	96,9	3,1	100,0	21,0	79,0	100,0

<sup>2</sup> Ezek az eltérések nemcsak a forrás- és tőkeszerkezeti mutatókra, de a jövedelmezőségi, megtérülési stb. mutatókra is jellemzők, mint azt majd a továbbiak igazolják. Bár tudatában vagyunk e jobb híján alkalmazott felosztás problémáival (hiszen az 500 millió forintos határ mást jelent 1995-ben, mint 2003-ban), de arról meg vagyunk győződve, hogy a mindenkor 500 millió forint alatti éves nettó árbevételű vállalkozások a teljes periódusban a kis- és középvállalkozások csoportjába sorolandók. Inkább a „nagyobb” vállalatokat tartalmazó csoport esetében jelenthet ez a megkülönböztetés a nagyobb vállalatok adatainak trendjeiben a „kicsik” adatai felé való elmozdítást.

latok aránya a magyar vállalati struktúrában a teljes vizsgált időszakban elenyésző volt, 2003-ban sem haladta meg a 3 százalékot. Ugyanakkor a megtermelt összes nettó árbevétel vállalatcsoportok közötti megoszlása a nagyobb vállalatok jelentős fölényét mutatja, sőt részesedésük folyamatosan nőtt 1995–2003 között, amit a 2. táblázat szemléltet.

Az adatok alapján megállapítható, hogy az árbevétel nagyobb vállalatokra történő koncentrációja igen jelentős mértékű volt az egész időszakban.

### *A kisebb és nagyobb vállalatok forrás- és tőkeszerkezetének változása – az elemi tények*

A vállalkozás forrásain belül a saját tőke és az idegen tőke elkülönítése a vállalati források tulajdonosi-tulajdoni szempontú osztályozását jelenti,<sup>3</sup> míg a hosszú és rövid lejáratú források megkülönböztetése arra ad választ, hogy azokkal meddig finanszírozhatja a vállalkozás a tevékenységét.

A konzervatív pénzügyi felfogás szerint minél magasabb a saját forrás aránya akár a hosszú lejáratú forrásokon belül, akár a források egészén belül, nyilvánvalóan annál stabilabb pénzügyileg a vállalkozás, hiszen:

- e források időkorlát nélkül állnak a vállalkozás rendelkezésére,
- az idegen források igénybevétele kamatköltséggel jár, amely költségként csökkenti a nyereséget,
- viszont az idegen forrás bevonása és alkalmazása többletnyereséget termel,
- ha nem sikerül összhangban tartani a bevont idegen források lejáratát az általuk finanszírozott eszközök megtérülésével, az előbb-utóbb *rontja a likviditási helyzetet, és szélsőséges esetben fizetéképtelenséget idézhet elő.*

A 3. táblázat azt mutatja, hogy milyen nagyarányú átalakulás ment végbe a társas vállalkozások forrás- és tőkeszerkezetében a vizsgált közel egy évtizedben.

### *3. táblázat*

A Magyarországon működő társas vállalkozások forrásszerkezetének átalakulása (százalék)

Vállalati forrás elemei	Kisebb vállalatok		Nagyobb vállalatok		Összesen	
	1995	2003	1995	2003	1995	2003
Saját tőke	41,0	33,5	60,2	37,4	54,0	36,1
Hosszú lejáratú kötelezettségek	16,3	23,1	9,7	16,1	11,9	18,5
Összes hosszú lejáratú forrás	57,3	56,7	69,9	53,5	65,9	54,6
Rövid lejáratú kötelezettségek	42,7	43,3	30,1	46,5	34,1	45,4
Összes forrás	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

*Forrás:* az 1995–2003 közötti APEH-adóbevallások alapján saját számítás.

A kapott eredmények szerint a Magyarországon működő vállalkozások forrás- és tőkeszerkezete nagyon jelentősen átalakult:

- a vállalati *tőkeerősséget* mérő *saját tőke/összes forrás* mutató jelentősen csökkent mindkét vállalati csoportban, valamint a vállalkozások összességében is, de a saját tőke aránycsökkenése a források egészén belül a nagyobb vállalatok esetében jelentősen meghaladta kisebbeknél bekövetkezett aránycsökkenést;

<sup>3</sup> Adatbázisunkban nincsenek megkülönböztetve a magyar és a külföldi befektetők tulajdonában levő vállalkozások, sem a tőzsdei, illetve tőzsdén kívüli cégek, így ezen ismérvek szempontjából nem tudtuk vizsgálni a forrásszerkezetet és a rá ható tényezőket.

– a saját tőke részaránya nemcsak a források egészéhez viszonyítva csökkent (megváltoztatva ezzel a vállalatok tőkeszerkezetét), de csökkent az összes hosszú lejáratú forrásokhoz viszonyítva is, az összes vállalatra az 1995. évi 81,9 százalékról 66,1 százalékra (3. táblázat 1. és 3. sor hányadosa);

– a hosszú lejáratú kötelezettségek összes forráson belüli aránya ellentétesen mozgott a saját tőke összes forráson belüli arányával, ugyanis jelentősen növekedett a vállalkozások összességénél,

– az összes hosszú lejáratú forrás (saját tőke + hosszú lejáratú kötelezettségek) összes forráson belüli aránya alig változott a kisebb vállalkozások, viszont komolyan csökkent a nagyobb vállalkozások esetében,

– a rövid lejáratú források aránya az összes forráson belül alig változott a kisebb vállalkozások csoportjában, viszont szintén nagyon komoly arányban növekedett a nagyobb vállalkozások esetében.

A 3. táblázat mindenekelőtt a nagyobb vállalatok csoportjában jelez nagyarányú strukturális átalakulást: csökkent a tőkeerősségük, és növekedett a rövid lejáratú (s egyben idegen) források szerepe a forrásszerkezetükben.

A kisebb vállalkozások esetében érdekes, hogy 1995-ben a tőkeerősség-mutatójuk már eleve jóval kisebb volt a nagyobbakénál, de e mutatójuk 2003-ra alig csökkent. Az is érdekes, hogy a kisebb vállalatok hitelhez jutásának nehézségei kapcsán kialakult közvélekedéssel szemben a kisebb vállalkozások forrásszerkezetében már 1995-ben is az idegen források voltak túlsúlyban a saját forrásokkal szemben.<sup>4</sup>

Sajnos, a mérlegadatokban a rövid lejáratú források között az APEH-adatbázisunk nem hozza külön soron a rövid lejáratú bankhitelek értékét, csak a szállítói kötelezettségeket és a többi rövid lejáratú kötelezettséget összevontan tartalmazza. Mivel utóbbi aránya az összes rövid lejáratú kötelezettségen belül drámaian esett – az 1995. évi 37 százalékról 18 százalékra –, ebből szükségszerűen az következik, hogy a vállalkozások rövid lejáratú eladósodásának növekedése elsősorban a bankhitelek fokozott igénybevételéből adódhatott.<sup>5</sup>

Összességében – mind az időszak elején, mind az időszak végén – a kisebb vállalkozások a relatíve eladósodottabbak, ami teljességgel ellentmond annak a kis- és középvállalati szféráról kialakult általános vélekedésnek, hogy ez a szféra nem jut elegendő hitel-forráshoz, ami úgymond akadályozza fejlődését.

A nagyobb vállalatok esetében a saját tőke arányának csökkenése – az adott időszak intenzív növekedési folyamatait tekintetbe véve – vagy tőkehiányt vagy szándékos vállalati pénzpoltikát takarhat, amit a későbbiekben a saját tőke megtérülésével kapcsolatban megvizsgálunk. Érdekes képet ad a 4. táblázat arról, hogy miként alakult a nagyobb vállalatok csoportjában a saját tőke belső szerkezete. A saját tőke szerkezetén belül egyrészt drámaian csökkent a jegyzett tőke és a tőketartalék aránya, másrészt megnőtt az eredménytartalék és a mérleg szerinti eredmény részaránya. Ez egyértelműen azt a ténytet mutatja, hogy a tulajdonosok egyre kevésbé alaptőkésítették az eredménytartalékot, s ez növekvő óvatosságot jelez(het) a jövő megítélésével, illetve a tulajdonosi kockázatvállalással kapcsolatban.

A két vállalatcsoportot összehasonlítva, a nagyobb vállalkozások hosszú lejáratú idegen forrásainak aránya nagyobb ütemben növekedett az összes hosszú lejáratú forráson

<sup>4</sup> E témában további vizsgálódást igényel, hogy e tény miként kapcsolódik Várhegyi [2003]-ban tett megállapításához, amely szerint a magyar vállalkozások fele bankhitel nélkül gazdálkodik.

<sup>5</sup> Bár a bankhitelek pontos arányát adatbázisunk hiányos részletezettsége miatt nem tudjuk számszerűen meghatározni, azonban a Várhegyi [2003] által 1996-ra közölt 20, és 2000-re megadott 22 százalékos adat a banki és tulajdonosi hitel arányára a nem pénzügyi vállalkozások forrásszerkezetén belül talán alábecsült adatnak látszik.

## 4. táblázat

A nagyobb vállalatok sajáttőke-szerkezete 1995-ben és 2003-ban (százalék)

A saját tőke elemei	1995	2003
Jegyzett tőke (alapítói vagyon)	67,4	43,5
Tőketartalék	26,1	16,1
Eredménytartalék	4,8	26,4
Értékelési tartalék	0,9	4,4
Általános tartalék	0,0	0,7
Mérleg szerinti eredmény	0,8	8,9
Saját tőke	100,0	100,0

*Forrás:* az 1995–2003 közötti APEH-adóbevallások alapján saját számítás.

belül, mint a kisebbeké. Ez mindenképpen arra utal, hogy a kisebb vállalkozások – és különösen a mikrovállalkozások – nehezebben jutnak hosszú lejáratú külső forrásokhoz, mint a nagyobbak, míg a rövid lejáratú forrásokhoz jutás feltételei a két vállalatcsoport számára kiegyenlítettebbek.

A két vállalatcsoport hosszú lejáratú forrásokkal való ellátását differenciálta az is, hogy míg a *nagyobb vállalatok adókedvezményei* a vizsgált időszakban *exponenciálisan növekedtek, addig a kisebbek adókedvezményei még csökkentek is* (5. táblázat).

## 5. táblázat

A kisebb és nagyobb vállalkozások adókedvezményeinek alakulása (ezer forint)

Év	Kisebb vállalatok	Nagyobb vállalatok	Együtt
1995	1 817 405	17 483 554	19 300 959
1999	1 152 416	84 659 794	85 812 210
2003	1 482 562	126 486 695	127 696 257

*Forrás:* az 1995–2003 közötti APEH-adóbevallások alapján saját számítás.

Ennek elyben ösztönöznie kellett volna a nagyobb vállalkozások tulajdonosait, hogy a saját tőke arányát, azaz a tőkeáttétel szintjét legalább fenntartsák, ilyen trend azonban a 3. táblázat adatai alapján nem volt.

Összefoglalva: 1995–2003 között a vállalkozási szférában két érdekes forrásszerkezeti folyamat bontakozott ki:

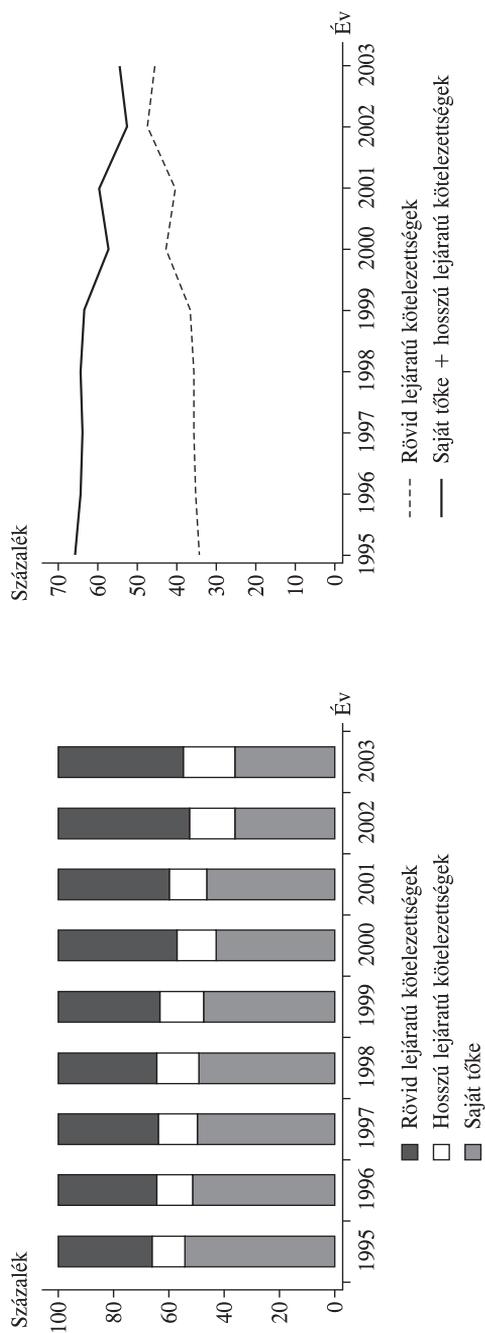
- az összes hosszú lejáratú forrás (saját tőke + hosszú lejáratú kötelezettségek) aránya az összes forráson belül tartósan és jelentősen, több mint 10 százalékponttal csökkent a vállalkozási szférában, és hasonló mértékben nőtt a rövid lejáratú források aránya;

- jelentősen csökkent a saját tőke részaránya mind a források egészén belül (amely pedig hitelfelvételi szempontból „szavatoló tőke” jelleggel működik a hitelezőkkel szemben), mind a hosszú lejáratú források egészén belül.

E folyamatok kibontakozásának dinamikáját az 1. ábra jól szemlélteti.

Elképzelhető, hogy a szóban forgó arányváltozások negatív üzeneteket sugallnak a tulajdonosi kockázatvállalás és a saját tőke *elvárt* hozamának viszonyáról, és nem lehetetlen, hogy a saját tőke megtérülése nem volt egészen arányos az adott időszaki kockázatokkal. Ennek megítéléséhez elvégeztük a forrás- és tőkeszerkezetek, valamint a hozamok összefüggésének statisztikai vizsgálatát.

I. ábra  
A Magyarországon működő társas vállalkozások tőkeszerkezetének átalakulása, 1995–2003  
(összes kötelezettség = 100)



Forrás: az 1995–2003 közötti APEH-adóbevallások alapján saját szerkesztés.

*A vállalatok 1995–2003 közötti forrás- és tőkeszerkezeti változásainak statisztikai vizsgálata*

A vállalati források tulajdoni és lejárat szerkezetét a következő mutatókkal vizsgáltuk:

$T1$  = hosszú lejáratú kötelezettségek/saját tőke = a klasszikus tőkeáttétel,

$T2$  = összes kötelezettség/saját tőke = eladósodottsági mutató a saját tőkéhez viszonyítva,

$T3$  = összes kötelezettség/összes eszköz (vagy forrás).

A  $T1$  klasszikus tőkeszerkezeti mutatót, a *tőkeáttételt* a mérleg fordulónapjára vonatkozó adatokból határoztuk meg. A konzervatív vállalkozói pénzügyi irányítási elvek szerint nem kívánatos, hogy e mutató értéke meghaladja az 50 százalékot, mert ebben az esetben a tulajdonosi pozíció megrendülhet, ám a mai gazdasági magatartás meghaladta ezt a konzervatív nézetet.

A  $T2$  a saját tőke egységére jutó hosszú és rövid lejáratú kötelezettségek (adósság) arányát mutatja szintén a mérleg fordulónapjára vonatkozóan. E mutató a *teljes vállalati eladósodást* méri.

A  $T3$  mutató a források egészének egységére jutó hosszú és rövid lejáratú kötelezettségek (adósságok) együttes értékét mutatja a mérleg fordulónapján, tehát azt, hogy az összes forráson belül milyen arányt képviselnek az idegen források. Így ez a mutató a *teljes vállalati eladósodottság egyik legjobb mérőszáma*.

Miért választottuk ezeket a pénzügyi mutatókat? Adatbázisunk összegezetten tartalmazza a globális és a regionális érdekeltségű, az országos jelentőségű, illetve a helyi jelentőségű, az úgynevezett megélhetési vállalkozások, végül a tőzsdei és nem tőzsdei vállalkozások adatait, és a rövid lejáratú forrásokon belül nem rendelkezünk részletes szerkezeti adatokkal. Ezért elegendőnek találtuk a legfőbb (egyúttal legátfogóbb) forrás- és tőkeszerkezeti mutatók vizsgálatát, s korrelációs összefüggéseit a vállalkozások nyereségességi, megtérülési mutatóival.

A  $T1$ ,  $T2$  és  $T3$  mutatóval mérni tudjuk 1. a klasszikus tőkeáttételt, azaz a saját és az idegen tőke arányait, 2. a lejárat viszonyok szempontjából a vállalati hosszú és rövid lejáratú eladósodottságot, valamint 3. a hosszú lejáratú forrásokkal való ellátottságot.<sup>6</sup> E mutatókra kilencéves adatsorunk van. Bár a 2001. évi adataink „kilógnak” a sorból, a mutatósorokban *határozott tendencia látható (6. táblázat)*.

A tőkeszerkezeti mutatók *jellemző nagyság szerinti sorrendje* minden csoportban:

$$T2 > T3 > T1,$$

s ez a sorrend a mutatók képzésének módjából többnyire „természetesen” következik. Külön is érdemes összehasonlítani a  $T1$  és a  $T2$  mutatókat. Mindkettőnek a nevezője a saját tőke, a  $T2$  mutató számlálójában azonban nemcsak a hosszú lejáratú kötelezettségek szerepelnek, mint a  $T1$  esetén, hanem a rövid lejáratúak is. Így természetesen mindig a  $T2$  mutató a nagyobb, ám az is látható, hogy *jóval* nagyobb mindkét vállalatcsoport

<sup>6</sup> *Devič–Krstić* [2001] a magyar és lengyel tőzsdén levő részvénytársaságok forrás- és tőkestruktúrájának meghatározó tényezőit az 1999–2001 közötti időszakra vizsgáló cikkükben jóval több pénzügyi mutatót alkalmazott. Ezek: összes kötelezettség/összes eszköz könyv szerinti értéke, összes kötelezettség/összes eszköz piaci értéke, hosszú lejáratú idegen források/összes hosszú lejáratú forrás, összes idegen forrás/összes forrás, összes kötelezettség/saját tőke könyv szerinti értéke, összes kötelezettség/saját tőke piaci értéke.

A szerzőpáros csak a hazai tőzsdei vállalkozások forrás- és tőkeszerkezeti mutatóit vizsgálta, és célja volt a vállalkozások piaci értékének és a forrás- és tőkeszerkezet változása kölcsönhatásának a vizsgálata és összehasonlítása a magyar és a lengyel tőzsdei vállalkozások esetében. Mi egy szerényebb, más programot követünk: kapcsolatot kerestünk a Magyarországon működő vállalkozások forrás- és tőkeszerkezete, valamint outputjának, eszközállományának és megtérülési viszonyainak változása között.

6. táblázat  
A forrás- és tőkeszerkezet (százalék) alakulása és évi átlagos változása\*

Év	Kisebb vállalatok			Nagyobb vállalatok			Együtt		
	T1	T2	T3	T1	T2	T3	T1	T2	T3
1995	39,87	144,06	57,36	16,14	66,01	38,61	21,93	85,06	44,64
1996	47,08	153,17	59,11	18,28	74,67	41,31	25,52	94,40	47,10
1997	48,46	155,76	59,05	21,55	81,78	43,28	28,20	100,07	48,23
1998	45,80	146,49	57,42	26,98	90,29	45,22	31,77	104,58	48,92
1999	48,83	152,26	58,28	27,99	95,77	46,39	33,12	109,67	49,87
2000	32,40	125,02	54,28	32,57	136,51	53,79	32,50	131,67	53,98
2001	23,42	89,45	45,68	36,00	144,93	54,88	29,71	117,17	50,96
2002	57,99	199,46	63,29	41,38	168,22	57,36	46,01	176,91	59,10
2003	69,00	198,45	63,39	43,03	167,10	57,56	51,21	176,98	59,49
Évi átlagos változás mértéke (százalékpont)	1,43	3,37	0,11	3,52	14,29	2,60	3,04	11,28	1,77
Évi átlagos változás üteme (százalék)	1,71	1,35	0,06	13,48	13,71	5,53	9,21	9,35	3,46

\* Elemzési módszer: az évi átlagos változás mértékét (százalékpont) a lineáris trend  $\beta_1$  paramétere adta, az évi átlagos változás ütemét (százalék) pedig az exponenciális trend  $\beta_2$  paramétere.

Forrás: az 1995–2003 közötti APEH-adóbevallások alapján saját számítás.

esetén. *Vagyis a külső forrásokon belül – vállalatmérettől függetlenül – a rövid lejáratú források dominálnak.*

Érdekes megfigyelni a mutatók nagyságának vállalati méret szerinti eltérését is. *A kisebb vállalatok tőkeáttétele és eladósodási mutatói – kevés kivételtől eltekintve – egyaránt jelentősen nagyobbak, mint a nagyobb vállalatok megfelelő mutatói, vagyis a kisebb vállalatok aránylag nagyobb mértékben támaszkodnak külső forrásokra, mint a nagyobbak.*

A 6. táblázat utolsó két sorában az egyes mutatók évi átlagos változásának mérőszámai láthatók. Ezek vizsgálata alapján a következő megállapításokat tehetjük:

- Mindkét vállalatcsoportban a T2 mutató (összes kötelezettség/saját tőke) évi átlagos növekedésének mértéke a legnagyobb, ezt követi a T1 tőkeáttétele mutató (hosszú lejáratú idegen források/saját tőke) növekedése, s végül a legkisebb növekedés a T3 mutatonál (összes kötelezettség/összes forrás) tapasztalható.

- Mindkét csoportban a T1 és a T2 mutatók évi átlagos növekedési üteme (ezek közel azonosak) jelentősen nagyobb, mint a T3 mutatóé.

- Mindkét vállalatcsoportban mindegyik tőkeszerkezeti mutató növekvő tendenciájú, vagyis a külső források jelentősége a vállalatok mindkét csoportjára, és egészére nézve is, folyamatosan nőtt 1995 és 2003 között.

- *A kisebb vállalatok tőkeáttétele és eladósodottsági mutatói jelentősen kisebb mértékben és ütemben növekedtek, mint a nagyobb vállalatok mutatói.* Ennek következtében az időszak végére a kisebb vállalatok mutatói ugyan még mindig meghaladták a nagyobb vállalatokéit, de már sokkal kisebb mértékben, vagyis *a két vállalatcsoport forrás- és tőkeszerkezetében meglévő különbségek jelentősen csökkentek* a vizsgált kilenc év folyamán.

A 6. táblázatban az is látható, hogy a teljes vállalati szféra adatait alapvetően a nagyobb vállalatok trendje határozta meg. Ennek lényege, hogy a vizsgált időszakban *az idegen források tömegükben döntően a nagyobb vállalatokhoz vándoroltak*, s ez a forrás-szerkezet tulajdoni és lejáratú szerkezetének általános meggyengülésével járt:

- a legproblematisabb, hogy a saját tőke arányának csökkenésével egyidejűleg növekedett a hosszú, de főként a rövid lejáratú idegen források aránya a vállalati szféra forrásain belül, azaz innen nézve is azt a már elmondott tendenciát látjuk, hogy *nőtt a vállalati szféra eladósodottsága*;

- ezzel párhuzamosan az is komoly – már említett – probléma, hogy *csökkent a vállalkozások önfinanszírozása.*

APEH-adatbázisunk mérlegadataiban nincs információ a vállalkozások rövid és hosszú lejáratú hitelállományainak alakulásáról, csak a szállítói kötelezettségekről és az egyéb rövid lejáratú kötelezettségekről. A vállalkozói szféra külső, főleg bankhitelek alapján végbement eladósodottságának a mérlegadatokból közvetett módon következő tényét összevetettük a Magyar Nemzeti Bank statisztikáival.

A vállalati szféra december 31-ei bankhitelállományának adatait mutatja a 7. táblázat 1995 és 2003 között.

A 7. táblázat adatai alátámasztják azt a korábbi következtetésünket, hogy a vállalkozási szféra forrásszerkezetében dinamikusan nőtt a külső, elsősorban rövid lejáratú bankhitelek aránya. E trend annak ellenére következett be, hogy *az összes forráson belül csökkent a szállítói finanszírozás aránya* (ezzel párhuzamosan és az összes eszköz értékéhez viszonyítva csökkent a vevőállomány aránya is – lásd 8. táblázat). Az adatokból következik, hogy a szállítóállomány forrásokon belüli arányának csökkenésénél nagyobb arányú növekedés következett be a bankhitelek terén.

## 7. táblázat

Nem pénzügyi vállalkozások bankhitelállománya  
(minden évben december 31-ei adat, milliárd forint)

Év	Teljes hitelállomány	Forint-bankhitel- állomány	Egy éven túli bankhitelek	Folyószámla- hitelek
1995	1062	720	319	317
1996	1260	853	325	418
1997	1773	1197	514	468
1998	2073	1324	520	489
1999	2443	1490	645	608
2000	3183	1817	815	699
2001	3486	2228	1036	708
2002	3693	2360	1068	734
2003	4415	2550	1298	490

Forrás: www.mnb.hu. Statisztikai adatok.

## 8. táblázat

A vevőhitelezés és a szállítói finanszírozás arányának változása az eszközök,  
illetve források egészében (százalék)

Év	Vevő/összes eszközérték	Szállító/ összes forrás
1995	11,3	11,8
2000	8,1	7,8
2003	8,5	7,5

### Empirikus vizsgálat a vállalkozások 1995–2003 közötti forrás- és tőkeszerkezetét befolyásoló gazdálkodási tényezőkről

Az adatok tehát egyértelműen igazolják, hogy a vizsgált vállalkozói kör forrás- és eszközszerkezete igen jelentősen átalakult. Miért csökkent a saját tőke aránya, miért növekedett a rövid lejáratú eladósodás? Milyen okok, célok, érdekek miatt következtek be a vizsgált időszakban az előzőekben bemutatott forrás- és tőkeszerkezeti változások? Ezekre a kérdésekre keressük a választ a vállalatok adatainak vizsgálatával. A rendszerváltás sokkoló éveit követően 1995-re már kialakultak a piacgazdaság keretei, és a vállalatok gazdálkodásában előtérbe került versenyképességük megőrzésének, termékeik, szolgáltatásaik megújításának, árbevételük, nyereségük, cash-flow-juk folyamatos növelésének követelménye. E célok megvalósítása beruházásokat, az eszközök bővítését igényelték, amelyhez további forrásokra volt szükség. A vállalatok tulajdonosainak, menedzsmentjének finanszírozási döntéseit igen sok gyakorlati tényező befolyásolta:

- a vállalkozás nyereségessége, belső forrásképzése,
- a saját forrásból finanszírozható belső növekedési ráta,
- a saját tőke megtérülése és a hitelkamatok nagysága, aránya,
- a kockázati és hozamviszonyok,
- a bankok hitelezési készsége stb.

Ezt a nyomvonalat követve, megvizsgáljuk azokat az objektív tényezőket, amelyek a forrás- és tőkeszerkezet alakulását meghatározták. Ehhez a következő kérdésekre keressük a választ.

- Miként alakult a vállalalkozási szféra nominál- és reálárbevétele 1995 és 2003 között?
- Milyen fejlesztési szükségletek merültek fel az árbevétel növekedéséhez?
- Milyen jövedelmezőséggel tudta a vállalalkozási szféra működtetni eszközeit, és biztosítani forrásai hatékony felhasználását (ROA, ROE, ROI, ROIC)?<sup>7</sup>
- Miként hatott a finanszírozási igényekre az eszközök bővítési szükséglete?
- Miként hatott a vállalalkozások finanszírozási döntéseire az eszközmegtérülés (ROA), a sajáttőke-megtérülés (ROE) és a kamatok aránya, hozzáférhetősége?

*A vállalalkozások nominál- és reálárbevételének, eszközsükségletének<sup>8</sup> és jövedelmezőségének alakulása 1995 és 2003 között*

A vizsgált időszakban a vállalalkozási szféra árbevétele dinamikusan növekedett, a 9. táblázat árbevételi kategóriánként mutatja a vállalalkozások nominális árbevételének éves átlagos növekedését.

9. táblázat

A folyó áron számított nettó árbevétel éves átlagos növekedése

Árbevételi kategóriák (millió forint)	Az összes vállalat kumulált nettó árbevételének	
	éves átlagos növekedési mértéke (forint)	éves átlagos növekedési üteme (százalék)
0–5	9 147 556	4,81
5–10	17 936 979	8,69
10–50	120 760 200	10,28
50–100	102 928 673	10,57
100–500	441 668 989	12,45
500–700	118 605 055	13,19
700–1000	142 287 779	14,81
1000–2000	306 145 791	15,64
2000–4000	298 491 799	15,24
4000–10000	431 163 043	18,05
10000 fölött	2 363 331 449	27,40
Együtt	4 433 459 610	17,27

*Forrás:* az 1995–2003 közötti APEH-adóbevallások alapján saját számítás.

Együttesen és átlagosan 17,27 százalékos volt az éves nominális árbevétel-növekedés. Reálértéken (1995-ös árakon) számítva (deflálva az 1995-ös bázisú GDP-deflátorral) az összes vállalat együttes árbevételének éves átlagos növekedése 6,78 százalékos volt.

<sup>7</sup> ROA = eszközmegtérülési mutató (*return on assets*), ROE = sajáttőke-megtérülés (*return on equity*), ROI = befektetett eszközök megtérülése (*return of investment*), ROIC = a befektetett tőke hozama (*return on invested capital*), az egyes mutatók tartalmát lásd a 10. lábjegyzetben.

<sup>8</sup> Az eszközsükséglet változását mind a befektetett, mind a forgóeszközök tekintetében vizsgáljuk.

Látható, hogy az árbevétel növekedésének üteme a vállalat méretének függvényében változott, mégpedig a vállalkozás nagyságával együtt növekedett, vagyis az árbevétel növekedési üteme nagyon szoros pozitív korrelációban áll a cégek nagyságával.

A 10. táblázat adatai alapján arra keresünk választ, hogy egységnyi árbevétel-növekedéshez az eszközöket s azok elemeit milyen mértékben növelték a vállalkozások. A két vállalatcsoport és az összes vállalat évenként összesített adataira lineáris regressziós függvényt ( $\hat{Y} = \beta_0 + \beta_1 X$ ) illesztettünk, ahol független változó ( $X$ ) minden esetben az értékesítés nettó árbevétele volt, a függő változók ( $Y$ ) pedig a 10. táblázat első oszlopában szereplő eszközcsoportok külön-külön. Az így kapott regressziós függvények együtthatói ( $\beta_1$ ) megmutatják, hogy a regresszió szerint az árbevétel egyforintos növekedésével az adott eszközcsoport hány forintos növekedése vagy csökkenése jár együtt. Esetünkben csak növekedés volt tapasztalható, mivel az árbevétel minden eszközcsoporttal szoros pozitív irányú korrelációban áll, vagyis együtt mozog. A kapcsolat mindkét vállalati méretkategóriában és együttesen is a készletekkel volt a legszorosabb.

#### 10. táblázat

Egyes eszközcsoportoknak a nettó árbevétel egyforintos növekedésével együtt járó növekedése (folyó áron, forint)

Eszközcsoport	Kisebb vállalatok	Nagyobb vállalatok	Együtt
Befektetett eszközök	1,49*	0,50**	0,67**
Gépek, berendezések	0,14**	0,10**	0,10**
Forgóeszközök	1,71**	0,59**	0,77**
Készletek	0,14**	0,08**	0,09**
Követelések	1,16**	0,41**	0,54**
Pénzeszközök	0,25**	0,07**	0,10**

\*  $p < 0,05$ . \*\*  $p < 0,01$ .

Megjegyzés: álló betű: főcsoport, dőlt betű: alcsoport. A számítások alátámasztják az árbevétel és az egyes eszközcsoportok nagysága közötti szignifikáns kapcsolat létét.

Forrás: az 1995–2003 közötti APEH-adóbevallások alapján saját számítás.

Látható, hogy a nagyobb vállalatoknál alapvetően minden eszközcsoport esetében az árbevétel egységnyi növekedéséhez átlagosan az adott eszközök kevesebb mint 1 egységnyi növekedésére volt szükség, míg a kisebb vállalkozásoknál ezt meghaladó eszközfejlesztésre. Ez utóbbi nekünk paradoxonnak tűnik, aminek a magyarázata további kutatásokat igényel.

A nagyobb vállalatok árbevételének a kisebbekénél jóval dinamikusabb növekedésében szerepet játszott az ehhez szükséges kisebb arányú eszközfejlesztési szükséglet, illetve az output növelésének a kisebb vállalkozásokénál kisebb beruházásigényessége (lásd a 10. táblázat adatait).

Az is meglepő, hogy a kisebb vállalkozások az árbevétel növelése érdekében a nagyobbaknál fajlagosan nem csak nagyobb eszközfejlesztést hajtottak végre, de az árbevétel növekedésénél sokkal nagyobb készletet finanszíroztak. Ehhez érdemes hozzátenni, hogy a kisebb vállalatok 1995. évi árakon számított árbevételének növekedése alig volt 0,2 százalék/év.

A 11. táblázat azt mutatja, hogy miként változott a vállalkozói szféra befektetett és forgóeszközeinek aránya az összes eszközökön belül a vizsgált időszakban.

A társas vállalkozások teljes körét vizsgálva, határozott arányeltolódás figyelhető meg a befektetett eszközökről a forgóeszközök javára, e szerint arányeltolódás jött létre a

11. táblázat

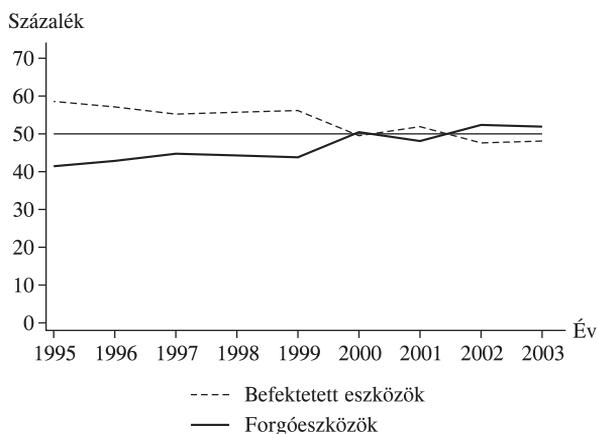
A társas vállalkozások befektetett és forgóeszközeinek arányváltozása (százalék)

Év	Befektetett eszközök	Forgóeszközök	Összesen
1995	58,7	41,3	100,0
1996	57,3	42,7	100,0
1997	55,3	44,7	100,0
1998	55,9	44,1	100,0
1999	56,2	43,8	100,0
2000	49,7	50,3	100,0
2001	52,1	47,9	100,0
2002	47,7	52,3	100,0
2003	48,0	52,0	100,0

*Forrás:* az 1995–2003 közötti APEH-adóbevallások alapján saját számítás.

2. ábra

Befektetett és forgóeszközök arányának változása a társas vállalkozások körében  
1995–2003 között



*Forrás:* az 1995–2003 közötti APEH-adóbevallások alapján saját szerkesztés.

forgóeszköz-igényesség és a befektetett eszköz-igényesség között. Ezt a változást jól szemlélteti a 2. ábra.

Ennek az arányváltozásnak az okairól nem találtunk az irodalomban vizsgálatokat, a mi feltevéseink a következők:

- lehetséges, hogy a kapacitásokban még voltak tartalékok az adott időszakban,
- a forgóeszközök nagyságában a mérlegen belül folyamatosan *megjelenik az inflációs hatás*, míg a befektetett eszközöknél ez a hatás közvetlenül csak az új beruházások esetében jelenik meg, illetve a meglévő befektetett eszközök időnkénti ártértékelése révén,

Az árbevétel növekedése és az eszközállomány növekedése között nagyon szoros korrelációt találtunk a vállalkozások összességében, de az eszközök körül a *legszorosabb a készletek korrelációja az árbevétellel* (ez is alátámasztja a forgóeszköz-szükségletnek a befektetett eszközöknél intenzívebb reagálását a kibocsátás növelésére 1996–2003 között, ami utalhat jelentős kapacitástartalékokra a vállalkozási szférában).

Az eszközök tekintetében tehát két tendenciát tükröztek eddigi adataink:

– az egységnyi árbevétel megtermeléséhez egységnyinél nagyobb mértékben növekvő befektetett és forgóeszközökre volt szükség;

– a befektetett és forgóeszközök közötti arány a befektetteszköz-fejlesztések során megváltozott, aminek üzemgazdasági magyarázata további kutatásokat igényel.

Az adatbázisból ugyanis megállapítható, hogy a vállalkozások nettó árbevétele reálértéken (1995. évi árakon) mintegy 58 százalékkal növekedett 1995 és 2003 között, míg az eszközök reálértéke (1995. évi árakon) 118 százalékkal nőtt, tehát kétszer olyan gyorsan. Ezen adatok szerint az adott időszak árbevétel-növelése az eszközök oldaláról nem volt hatékony.

A 12. táblázat még inkább alátámasztja ezt a következtetést.

#### 12. táblázat

A nettó árbevétel és az összes eszköz 1995. évi árakon számított reálértékének változása 1995 és 2003 között (százalék)

Megnevezés	Kisebb vállalatok	Nagyobb vállalatok	Együtt
Árbevétel-változás	-3,7	89,8	57,7
Évi átlagos árbevétel-változás	0,2	9,3	6,8
Összes eszközérték változása	125,4	114,3	117,9
Az összes eszközérték évi átlagos változása	14,6	12,4	13,2

*Forrás:* az 1995–2003 közötti APEH-adóbevallások alapján saját számítás.

A 12. táblázat adataiból kiderül, hogy az eszközfelhasználás hatékonysága egyik vállalatcsoportban sem volt túl jó, de a kisebb vállalatok esetében lényegesen kedvezőtlenebbül alakult, mint a nagyobbaknál.

Végül az adatbázisból az is megállapítható, hogy minden bizonnyal igen komoly *jövedelmezőségi hatások ösztönözték a vállalkozásokat árbevételük növelésére*. Ezt támasztja alá, hogy számottevő pozitív korrelációs kapcsolatot találtunk az árbevétel és a ROE, ROA, ROI mutatók között,<sup>9</sup> és gyenge közepes pozitív kapcsolatot az árbevétel és a ROIC alakulása között (13. táblázat).

*Az árbevétel a legszorosabban a ROE és a ROI mutatókkal korrelált.* Emellett az árbevétel – a ROIC mutatót kivéve – minden mutatóval szorosabb kapcsolatban volt a kisebb vállalatok csoportjában, mint a nagyobbak esetén.

<sup>9</sup> ROE = adózott eredmény/saját tőke

ROA = adózott eredmény/összes eszköz

ROI = adózott eredmény/befektetett eszközök

ROIC = NOPLAT/IC, ahol NOPLAT = korrigált adóval csökkentett nettó működési profit (*net operating profit less adjusted taxes*) = üzemi (üzleti) eredmény + kamat + amortizáció – nyereségadó, IC = közvetett költségek (*indirect costs*) = saját tőke + hosszú lejáratú kötelezettségek.

13. táblázat  
Egyes jövedelmezőségi mutatók kapcsolata az árbevétellel  
(lineáris korrelációs együtthatók)

Mutatók	Kisebb vállalatok	Nagyobb vállalatok	Együtt
ROA	0,7933	0,3540	0,4862
ROE	0,8239	0,7408	0,7271
ROI	0,8215	0,5331	0,6206
ROIC	0,4756	0,6279	0,4668

*Forrás:* 1995–2003 közötti APEH-adóbevallások alapján saját számítás.

*A vállalkozások forrás- és eszközszerkezete 1995–2003 közti változásának összehasonlító elemzése*

A 14. táblázat lehetővé teszi a vállalkozások forrás- és eszközszerkezete 1995–2003 közti változásának összehasonlító elemzését, amiből látható, milyen forrásszerkezettel finanszírozták az eszközök növekedését. A leglényegesebb vonatkozások kiemeléséhez leegyszerűsítettük a mérlegek eszköz- és forrásoldalát. *A belső mérlegarányok mind az eszközöknél, mind a forrásoknál erőteljesen megváltoztak.*

14. táblázat  
Az eszközök és források szerkezete  
(teljes vállalati kör, 1995, 2003, százalék)

Megnevezés	1995	2003
Befektetett eszközök	58,7	48,0
Forgóeszközök	41,3	52,0
Összesen	100,0	100,0
Saját tőke	54,0	36,1
Hosszú lejáratú kötelezettségek	11,9	18,5
Rövid lejáratú kötelezettségek	34,1	45,4
Összesen	100,0	100,0

*Forrás:* 1995–2003 közötti APEH-adóbevallások alapján saját számítás.

Az eszközök szerkezetében a befektetett eszközök már hivatkozott aránycsökkenését forrásoldalon a hosszú lejáratú forráselemek együttes arányának csökkenése kísérte. A forgóeszközök összes eszközön belüli aránynövekedése a rövid lejáratú kötelezettségek arányának növekedésével járt együtt. Mindezek alapján az eszköz- és forrásoldalon *a lejárat-szerkezet* tekintetében *azonos belső arányváltozások* játszódtak le.

A forgóeszközök aránya a vizsgált időszak első és utolsó évében jelentősen meghaladta a rövid lejáratú kötelezettségek arányát, ez azt mutatja, hogy a működő tőke végig pozitív volt, s a vállalkozások egésze stabil likviditási helyzetben működött. Így a hazai vállalkozásokra a „konzervatív” finanszírozási modell volt jellemző.

Az adatok azonban azt a kedvezőtlen tendenciát is mutatják, hogy jelentősen csökkent a befektetett eszközök saját tőkével való fedezettsége mindkét vállalatcsoportban, valamint a vállalatok összességében is (15. táblázat).

## 15. táblázat

A befektetett eszközök sajáttőke-fedezettsége  
(saját tőke/befektetett eszköz)

Év	Összes vállalat	Kisebb vállalatok	Nagyobb vállalatok
1995	0,905	0,797	0,946
1966	0,885	0,771	0,931
1997	0,886	0,770	0,932
1998	0,851	0,759	0,888
1999	0,823	0,706	0,871
2000	0,839	0,837	0,840
2001	0,848	0,957	0,760
2002	0,713	0,757	0,698
2003	0,713	0,718	0,710

*Összefoglalva:* az eszközök és források szerkezete a lejáratú struktúrájának megfelelően változott, de a tőkeszerkezet mind a korábban bemutatott sajáttőke-arány szempontjából, mind az összes források lejáratú összetétele szempontjából (a rövid lejáratú források arányának jelentős növekedése miatt) romlott.

*A tőkemegtérülési mutatók és a hitelkamatok hatása a vállalkozások  
forrás- és tőkeszerkezetére*

Nyilvánvaló, hogy a vállalatok beruházás- és forgóeszköz-finanszírozási politikáját a kedvező kilátások kiaknázása vezérelte, és elsősorban a mindenkori eszköz- és tőkemegtérülési mutatók, illetve hitelkamatok befolyásolták, amelyek meghatározták a vállalatok átlagos tőkeköltségét. Befolyásoló tényezők voltak az adókedvezmények és a támogatási lehetőségek is azon vállalkozások számára, amelyeknek ezekre lehetőségük nyílt.

A következőkben először bemutatjuk és értékeljük, miként alakultak a vállalati eszköz- és tőkemegtérülési mutatók a vizsgált időszakban, majd értékeljük a jövedelmezőség és a forrás- és tőkeszerkezet alakulása közti összefüggést a két vállalati szegmens tekintetében.

Főbb megállapításaink a 16. táblázat adatai alapján:

- a nagyobb vállalatok ROE, ROA, ROI és ROIC megtérülési, illetve jövedelmezőségi mutatói kivétel nélkül nagyobbak, mint a kisebbeké, vagyis a *vállalatnagyság és a jövedelmezőség szoros pozitív korrelációt* mutat az adott időszakban;

- A ROE mutató – jelentős ingadozás mellett – alapvetően *növekvő* tendenciát mutat, míg a többi mutató 2000-ig javuló, majd azt követően *csökkenő* tendenciájú, ezt a jelenséget jelen vizsgálat adatai alapján nem tudjuk megmagyarázni;

- a ROE, ROA és ROI mutatók évenkénti változásának, ingadozásának mértéke és főként üteme a kisebb vállalatok esetében általában nagyobb, mint a nagyobb vállalatokéban; a ROIC mutató esetében azonban éppen fordított a helyzet;

- a ROE és a ROIC mutatók nagysága (amely a tulajdonosok, illetve a hitelezők szempontjából igen fontos mutató) nemcsak hogy nagymértékben ingadozott, de a kisebb vállalatoknál alacsonyabb volt (mélyen az irányadó kamat szintje alatt) a nagyobb vállalatokénál;<sup>10</sup>

<sup>10</sup> A mi adatbázisunk szerint a saját tőke megtérülési mutatói valamivel alacsonyabbak a Radó [2003] által közlőtnél.

16. táblázat  
Egyes jövedelmezőségi mutatók alakulása és évi átlagos százalékos változása

Év	Kisebb vállalat	Nagyobb vállalat	Együtt	Kisebb vállalat	Nagyobb vállalat	Együtt
	ROE			ROA		
1995	-3,86	2,21	0,73	-1,54	1,30	0,38
1996	0,85	3,57	2,89	0,33	1,98	1,44
1997	4,62	10,01	8,67	1,75	5,30	4,18
1998	3,20	11,85	9,65	1,26	5,94	4,52
1999	2,76	11,93	9,67	1,06	5,78	4,40
2000	3,20	10,53	7,44	1,39	4,15	3,05
2001	5,20	9,86	7,53	2,66	3,73	3,28
2002	7,87	10,52	9,78	2,50	3,59	3,27
2003	5,41	14,22	11,45	1,73	4,90	3,85
Évi átlagos változás mértéke (százalékpont)	0,99	1,12	0,98	0,36	0,24	0,27
Évi átlagos változás üteme (százalék)	22,74*	19,19	26,51	20,86*	10,62	19,69
	ROI			ROIC		
1995	-3,07	2,09	0,66	7,6	12,4	11,1
1996	0,66	3,32	2,55	10,0	14,1	12,9
1997	3,55	9,32	7,68	12,5	19,1	17,2
1998	2,43	10,53	8,22	11,8	20,7	18,2
1999	1,95	10,39	7,97	11,6	20,4	18,0
2000	2,68	8,84	6,24	10,0	19,3	15,4
2001	4,98	7,50	6,38	9,0	18,5	14,0
2002	5,96	7,34	6,98	15,0	19,0	17,8
2003	3,89	10,10	8,16	11,5	19,9	16,9
Évi átlagos változás mértéke (százalékpont)	0,78	0,65	0,64	0,366	0,763	0,485
Évi átlagos változás üteme (százalék)	23,16*	14,38	22,97	3,508	4,528	3,558

A megtérülési mutatók évi átlagos változását a következőképpen határoztuk meg. A százalékpontban kapott eredményeket (a változás átlagos mértékét) a  $(\hat{Y} = \beta_0 + \beta_1 \cdot t)$  lineáris trendek  $\beta_1$  paraméterei adták, míg a százalékban szereplő értékeket (a változás átlagos ütemét) az  $(\hat{Y} = \beta_0 + \beta_1^t)$  exponenciális trendek  $\beta_1$  paraméterei. (Ez utóbbiak a negatív értékeket is tartalmazó sorokból nem, vagy csak a negatív értékek elhagyásával számíthatók.) A trendek illeszkedése – az adatokban megfigyelhető jelentős időbeli ingadozás miatt – nem túl jó, ezért egy esetleges extrapoláció megbízhatósága erősen megkérdőjelezhető.

\* Az 1995-ös negatív értékek kihagyásával számítva.

Forrás: az 1995–2003 közötti APEH-adóbevallások alapján saját számítás.

– a kisebb vállalatok esetében a saját tőke megtérülése nem egyszerűen alacsonyabb a nagyobbakénál, de gyakorlatilag a saját tőke meg sem térül;  
– adataink szerint 2000 után a jövedelmezőségben addig tapasztalt irányzat hektikusabbá változott.

A 17. táblázatban a tőkeszerkezeti mutatók, valamint az üzemi és az adózott eredmény alakulása közötti kapcsolatokat mutatjuk be.

17. táblázat  
A tőke megtérülési és tőkeszerkezeti korrelációs együtthatók

Megnevezés	T1	T2	T3
<i>Kisebb vállalatok</i>			
Üzemi (üzleti) eredmény	0,6955	0,6561	0,6573
Adózott eredmény	-0,1795	-0,1899	-0,4215
<i>Nagyobb vállalatok</i>			
Üzemi (üzleti) eredmény	0,9097	0,8323	0,8796
Adózott eredmény	0,9499	0,8989	0,9158
<i>Együtt</i>			
Üzemi (üzleti) eredmény	0,8325	0,7682	0,8130
Adózott eredmény	0,8360	0,8511	0,8828

*Forrás:* az 1995–2003 közötti APEH-adóbevallások alapján saját számítás.

A kapott adatok ismét csak teljesen eltérő helyzetet mutatnak a kisebb és a nagyobb vállalatoknál:

– a kisebb vállalkozások esetében egyedül az üzemi (üzleti) eredmény és a T1, T2, T3 mutatók között volt közepes erősségű pozitív irányú korrelációs kapcsolat, a pénzügyi műveletek eredménye, valamint rendkívüli eredmény és az osztalék együttes hatására az adózott eredmény és a tőkeszerkezeti mutatók között negatív volt a korreláció;

– a nagyobb vállalkozások esetében szoros pozitív korreláció volt az üzemi (üzleti) eredmény, valamint az adózott eredmény és valamennyi tőkeszerkezeti mutató között.

A nagyobb vállalatok körében minél nagyobb volt a külső források igénybevételi aránya, annál nagyobbak voltak a nyereségességi mutatók, így az alapvetően külső forrásokra építő finanszírozási politika egyértelműen nyereségesség növelő hatású volt. Igaz, a vegyes (*mezzanine*) finanszírozással kapcsolatban nem rendelkezünk adatokkal.

A finanszírozási döntések, valamint a tőkeköltségek szempontjából fontos a vállalkozások ROE mutatójának és a hitelkamatoknak az összehasonlítása, amely a 18. táblázat szerint eredményeket adja.

A ROE 1995–2003 között folyamatosan növekedett, a rövid és hosszú lejáratú hitelkamatlábak viszont szinte folyamatosan csökkentek, így a kettő között szoros negatív irányú korreláció figyelhető meg. Emellett szembevetendő, hogy a sajáttőke-megtérülési mutató mindenkor (2002 kivételével) lényegesen alacsonyabb volt, mint a kamatlábak, bár e két tőkeköltségelem közötti eltérés csökkenő tendenciát mutat.

A végeredmény mégis csak az, hogy:

– feltehetően a saját tőke alacsonyabb megtérülése okozta, hogy a nagyobb vállalkozások eszközfejlesztéseiket nem finanszírozták a korábbinál nagyobb arányban saját tőkéből, de az is lehetséges, hogy e trendbe a legnagyobb állami fejlesztési támogatásának, valamint a leányvállalatok anyavállalatoktól kapott belső finanszírozásának is szerepe lehetett;<sup>11</sup>

– a kisebb vállalkozások sajáttőke-megtérülése olyan kicsi volt, hogy még ha rendelkeztek is a további tulajdonosi forrásbővítés lehetőségével, nem voltak érdekeltek nagyobb mértékben saját tőkéből finanszírozni fejlődésüket; vagy a tőkekorlát hatott ebben az irányban;

<sup>11</sup> Ilyen adatot adatbázisunk nem tartalmaz, és az irodalomban sem találtunk adatot, de a szakmai beszélgetésekben gyakran hallottunk ilyen utalásokat.

18. táblázat

A vállalkozások ROE mutatójának, valamint a hosszú és rövid lejáratú hitelek kamatainak alakulása 1995–2003 között (százalék)

Év	ROE			Rövid lejáratú hitel kamatlába	Hosszú lejáratú hitel kamatlába
	Kisebb vállalat	Nagyobb vállalat	Együtt		
1995	-3,86	2,21	0,73	32,19	31,58
1996	0,85	3,57	2,89	23,97	25,56
1997	4,62	10,01	8,67	20,82	21,67
1998	3,20	11,85	9,65	18,82	18,76
1999	2,76	11,93	9,67	15,40	15,80
2000	3,20	10,53	7,44	12,83	13,42
2001	5,20	9,86	7,53	11,18	11,15
2002	7,87	10,52	9,78	9,69	9,71
2003	5,41	14,22	11,45	13,40	13,08

*Forrás:* ROE: az 1995–2003 közötti APEH-adóbevallások alapján saját számítás, a kamatlábak az MNB honlapjáról (a nem pénzügyi vállalkozásoknak nyújtott forinthitelek szerződésben szereplő átlagkamatai).

19. táblázat

Az adókedvezmények reálértékének\* megoszlása (százalék) és évi átlagos változása

Év	Kisebb vállalatok részesedése	Nagyobb vállalatok részesedése	Együtt	Tízmilliárd forint feletti éves ár-bevételű vállalatok részesedése**
1995	9,42	90,58	100,00	58,48
1996	7,36	92,64	100,00	61,16
1997	3,08	96,92	100,00	77,56
1998	1,92	98,08	100,00	85,40
1999	1,34	98,66	100,00	85,29
2000	1,10	98,90	100,00	88,06
2001	1,32	98,68	100,00	85,76
2002	1,99	98,01	100,00	88,09
2003	1,16	98,84	100,00	95,92
Évi átlagos változás (ezer forint)	-202 674	2 288 353	2 085 680	3 084 037
Évi átlagos változás (százalék)	-16,27	7,74	6,73	12,78

*Megjegyzés:* a táblázatban az évi átlagos változás mértékét (ezer forint) a lineáris trend  $\beta_1$  paramétere adta, az évi átlagos változás ütemét (%) pedig az exponenciális trend  $\beta_1$  paramétere. A trendek az adókedvezmények 1995. évi GDP-deflátorral kiszámított reálértékének ezer forintban kifejezett adataiból készültek.

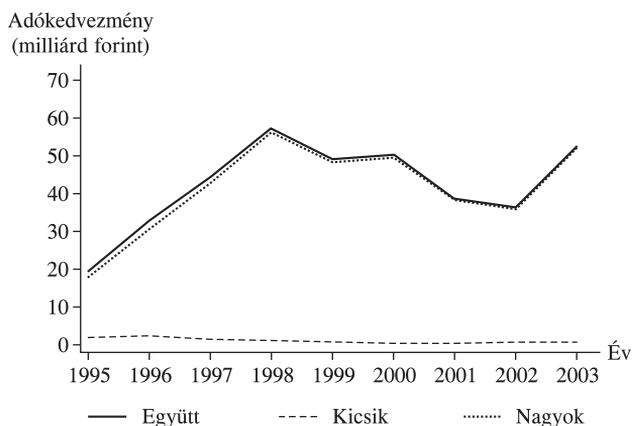
\* A folyóáras adatok korrigálva az 1995. évi GDP-deflátorral.

\*\* Az adókedvezmények együttes összegének százalékában.

*Forrás:* 1995–2003 közötti APEH-adóbevallások alapján saját számítás.

## 3. ábra

Az adókedvezmények reálértékének\* alakulása vállalatcsoportonként és együttesen 1995–2003 között (millió forint)



\* A folyóáras adatok korigálva az 1995. évi GDP-deflátorral.

Forrás: az 1995–2003 APEH-adóbevallások alapján saját szerkesztés.

– utóbbi adhat magyarázatot arra, hogy miért kényszerültek a kisebb vállalatok a saját tőkéknél drágább külső források igénybevételére, s ezt a forrásigényt a magyar bankrendszer *jórészt* kielégítette;

– az infláció folyamatos csökkenését is tükrözi adatsorunk, s összességében a súlyozott átlagos tőkeköltés csökkenő tendenciát mutat a vizsgált időszakban;

– a kisebb vállalatok helyzete volt finanszírozási szempontból az érzékenyebb, ráadásul a nagyobbaknál kisebb arányban részesedtek az adókedvezményekből (19. táblázat, 3. ábra).

Főbb megállapításaink a következők:

- az adókedvezményekből elhanyagolható mértékben részesedtek a kisebb cégek;
- a nagyobb cégek között is a legnagyobb (10 milliárd forint éves nettó árbevétel feletti) cégek részesedtek a legnagyobb arányban az adókedvezményekből;

## 20. táblázat

A befektetetttőke-megtérülés (ROIC) és a súlyozott átlagos tőkeköltés (WACC) különbsége (százalék)

Év	Együtt	Kicsik	Nagyok
1995	4,78	1,36	6,11
1996	5,39	1,24	7,12
1997	5,70	2,29	7,06
1998	6,35	3,71	7,38
1999	6,78	4,51	7,64
2000	6,51	4,32	8,10
2001	5,62	2,71	8,26
2002	8,04	6,43	8,73
2003	4,98	3,00	6,05

– az adókedvezmények összege a kis cégek esetében csökkenő tendenciájú volt.

Fontos kérdés, hogy miként alakult a vállalkozások értékttermelő hatékonysága a tőkeszerkezetük átalakulását figyelembe véve. A vállalati értékttermelő hatékonyság egyik bevett mérési módszere a *ROIC* (a befektetett tőke megtérülése) és a *WACC* (a súlyozott átlagos tőke költség) – *különbségének mérése*. Amennyiben a  $ROIC > WACC$ , azaz a két tényező különbsége tartósan pozitív, akkor a vállalati tevékenység értéknövelő.

1995–2003 között a *ROIC* és a *WACC* különbsége mindkét vállalati csoportban pozitív volt, de a tőkeszerkezet átalakulásának, valamint ezen átalakulás átlagos tőke költségre gyakorolt csökkentő hatásának az igazi nyertesei e mutató szerint a nagyobb vállalkozások voltak (20. táblázat).

### Az empirikus eredmények és a vállalatfinanszírozás pénzügyi elméletei

A vállalkozások alapvetően három gazdálkodási célból kívánják forrásaikat bővíteni:

1. beruházások finanszírozására,
2. tartós forgóeszköz-szükségleteik növekedésének finanszírozására,
3. átmeneti fogóeszközigenyeik finanszírozására.

Nyilvánvaló, hogy minden finanszírozási döntés végső célja a tulajdonosi jövedelem növelése. A finanszírozási döntések során felmerülő két alapvető kérdés az, hogy milyen nagyságú a vállalkozás forrásszükséglete, és ezt milyen formában célszerű megszerezni.

A saját tőke növelésére építő finanszírozás esetében vagy belső, vagy külső finanszírozási források *végleges* megszerzése a cél. A *belső* forrás igénybevételére építő finanszírozás a vállalkozás saját felhalmozott eredményére, a megtérült amortizációra, valamint a hosszú lejáratú tartalékaira épít, továbbá a vállalkozásnak nem hasznosítható eszközei értékesítésével módjában áll tőkét felszabadítani.

A saját tőke növelését célzó *külső* forrás igénybevétele részvénytársaságok esetében új részvények kibocsátásának és értékesítésének, más társaságok esetében pedig új törzsbetétek értékesítésének vagy például kockázati tőketársaságok számára történő üzletrész-értékesítés formájában valósítható meg.

A kölcsöntőke megszerzésének is lehet *belső* vagy *külső* forrása, előbbi például tulajdonosi tartós kölcsön (ennek korlátai vannak), vagy például kölcsönzés vállalati nyugdíjalapoktól, az utóbbiak a hosszú lejáratú hitelek, vállalati kötvénykibocsátások, illetve a lízingfinanszírozás.

Vizsgálatunk szerint *mind a hosszú, mind a rövid lejáratú vállalati adósságok jelentős mértékben növekedtek* 1995 és 2003 között. Ennek a következő jelentős hatásai lehetnek a vállalatok pénzügyi helyzetére.

– Az adósság növekedése az úgynevezett pénzügyi tőkeáttétel és a pénzügyi kockázat növekedését idézi elő *akkor*, ha a hitelek kamata nem csökken az adósságnövekedéssel fordított arányban. Ha az adósság nő és a kamatszintek változatlanok, akkor *a növekvő vállalati kamatköltség növeli a vállalkozások fix költségének terhét*, s ezzel csökkenti az adóalap-nyereséget, s vele a tulajdonosi osztalékfizetés bázisát. Igaz, a hitelforrásokkal való finanszírozásnak előnye is van, hiszen a kamat egy elszámolható költség, amely adómegettarítást tesz lehetővé.<sup>12</sup>

– A pénzügyi tőkeáttétel nem növekedett, és összességében a vizsgált időszakban a vállalkozások egésze számára a vele járó hatás nem, vagy csak korlátozott mértékben keletkezhetett, ugyanis az éves kamatok gyorsabban csökkentek, mint ahogy a külső források igénybevétele növekedett.

<sup>12</sup> Bár a hazai társasági adó alacsony szintje miatt nemzetközi összehasonlításban ez az előny elenyésző.

– Jelenleg viszont növekszenek a hitelkamatok, s ez a növekvő pénzügyi tőkeáttétel lehetséges negatív hatásainak aktivizálódásával fenyeget, a továbbiakban kockázatosabbá teheti a vállalatok működését. Emiatt *pénzügyi nehézségek* keletkezhetnek, amelyek kezelése hathat a *hitelképességi* mutatók alakulására.

Több elmélet is foglalkozik a tőkeszerkezet hatásával a vállalkozás nyereségességére, az adózás előtti nyereség (*EBIT, earnings before interests and taxes*), valamint az egy részvényre jutó nyereség (*EPS, earnings per share*) értékeire.

Magyarországon 1995–2003 között a hitelkamatok folyamatos csökkenése olcsóbbá tette a hitelforrásokat. Ezt tekintetbe véve a *fordított állású, azaz csökkenő hozamgörbe és a vele csökkenő kamatok erőteljes ösztönzést jelentettek a tőkeáttétel – s szélesebben a teljes hiteladósság – növelésére*.<sup>13</sup>

A gyakorlatban a vállalati finanszírozási magatartás leírására használt egyik megközelítés a „*választásos elv*”. E szerint a biztonságos, például materiális eszközökkel működő vállalkozások nagyobb tőkeáttételt „engedhetnek meg” maguknak, azaz nagyobb arányban támaszkodhatnak idegen tőkére, mint amilyen arányban a kockázatosabb eszközökkel működő vállalkozások.

Érdekes módon a magyar vállalkozási szférában a *választásos elv* 1995–2003 között *nem érvényesült*, mert a *kisebb vállalkozások* – amelyek esetében a biztonságos materiális eszközök aránya értelemszerűen alacsonyabb, mint a nagyobb vállalkozások esetében – *tőkeáttétele a teljes vizsgált időszakban felülmúlta a nagyobb vállalatok tőkeáttételét, azaz inkább támaszkodtak idegen forrásokra*.

A vállalati tőkeszerkezeti politika gyakorlati megközelítésére vonatkozik a finanszírozási hierarchiaelmélet. E szerint az elmélet szerint célszerű *mindenelőtt belső forrással finanszírozni*, és külső forrást csak akkor tanácsos igénybe venni, ha a belső forrás nem elegendő. A külső források igénybevételi sorrendjére vonatkozó hierarchiaelmélet szerint a külső források ajánlott *szigorú igénybevételi sorrendje*: kötvénykölcsön, aztán hibrid értékpapír kibocsátásából származó külső forrás, végül pedig részvény (először előbbbségi, majd közönséges részvény) kibocsátása.

A tőkeáttétel 1995–2003 közötti növekedése a sajáttőke-arány csökkenése, a ROE mutató, valamint a nyereség-visszaforgatási ráta egyidejű növekedése mellett ment végbe. Ennek ellenére a hazai (elsősorban kisebb) vállalkozások tőkeszerkezeti döntései, adataink szerint, *elsősorban külső forrásokra, ezen belül is számításaink szerint bankhi-telekre alapozódtak*, s csak másodsorban saját tőkeforrásokra. Ez egy *fordított hierarchia elvének* gyakorlati érvényesülésére utal.

### A külső források növekvő hányada – mint nem magyar különlegesség

A vállalati pénzügyi szerkezet átalakulásának egyik általános tapasztalata, hogy a vállalkozások forrásszükségleteinek finanszírozásában nemzetközi szinten is növekszik a külső források aránya, a vállalkozások az egész világgazdaságban csökkenő mértékben támaszkodnak saját belső forrásaikra fejlődésük során.

*Devic–Krstic* [2001] adatai szerint a külső források aránya a vállalati összes forráson belül sok fejlett ipari ország gazdaságában jelentősen meghaladja a saját források arányát [lásd az összes kötelezettség/összes eszközérték mutatót a 21. táblázatban (az összes eszközérték = összes forrásérték a mérlegegyenlőség alapján)].

<sup>13</sup> Természetesen a hitel igénybevételének növekedését más tényezők is ösztönözték, például a nyilvánvaló tőkehány, amely ma is jelen van a magyar gazdaságban.

## 21. táblázat

Az összes kötelezettség/összes eszköz könyv szerinti és piaci értéke 2000-ben

Ország	Kötelezettségek/összes eszközérték könyv szerint	Kötelezettségek/összes eszközérték piaci értéken
Egyesült Államok	0,66	0,44
Japán	0,67	0,45
Németország	0,72	0,73
Franciaország	0,69	0,61
Olaszország	0,67	0,67
Nagy-Britannia	0,57	0,42
Kanada	0,61	0,47
Magyarország*	0,54	n. a.

\* Az 1995–2003 közötti APEH-adóbevallások alapján saját számítás.

Forrás: Devic–Krstic [2001].

Hasonló adatokat ismertet a Brealey–Myers-szerzőpáros magyarul is több kiadásban megjelent *Modern vállalati pénzügyek* című művében: „Mi volt az iparvállalatok eladósodottsági mutatójának értéke az Egyesült Államokban 1994-ban? ... Ha az összes kötelezettséget adósságnak vesszük, akkor az eladósodottsági mutató értéke 0,63.” (Brealey–Myers [1999] I. kötet, 271. o.) Ez az adat 1954-ben még csak 0,37 volt (uo. 273. o. 11.1. ábra).

Jelenleg nincs olyan általános elmélet, amely e világgazdasági méretekben végbemenő jelenséget megmagyarázná. De az empirikus vizsgálatok eredményei segíthetik a közgazdasági gondolkodást e probléma mélyebb megértésében.

## Felhasznált irodalom

- ÁBEL ISTVÁN–ÖCSI BÉLA [1999]: Finanszírozási szerkezet és tulajdonforma. *Közgazdasági Szemle*, 10. sz. 888–904. o.
- APATINI KORNÉLNÉ [1999]: Kis- és középvállalkozások finanszírozása. *Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó*, Budapest.
- BREALEY, R. A.–MYERS S. C. [1999]: *Modern vállalati pénzügyek*. Panem, Budapest.
- CHUI, C.W.–LLOYD, A. E.–KWOK, C. Y. [2002]: The Determination of Capital Structure: Is National Culture a Missing Piece to the Puzzle? *Journal of International Business Studies*, Vol. 33. No. 1. március, 99–127. o.
- CSUBÁK TIBOR KRISZTIÁN [2003]: Kis- és középvállalkozások finanszírozása Magyarországon. Ph.D.-disszertáció, Budapest.
- DEVIC, A.–KRSTIC, B. [2001]: Comparative Analysis of the Capital Structure Determinants in Polish and Hungarian Enterprises – Empirical Study. *Facta Universitatis, Economics and Organisation Series*, Vol. 1. No. 9. 85–100. o.
- EHRHARDT, M.–DAVES, PH. R. [2002]: Corporate Valuation: The Combined Impact of Growth and the Tax Shield of Debt on the Cost of Capital and Systematic Risk. *Journal of Applied Finance*, Vol. 12, No. 2.
- FAMA, F. F. [1978]: The Effects of a Firm's Investment and Financing Decision. *American Economic Review*, 68. június, 272–284. o.
- MILLER M. H. [1977]: Debt and Taxes. *Journal of Finance*, 32. 261–276. o.
- MODIGLIANI, F.–MILLER, M. [1988]: A tőke költsége, vállalati pénzügyek és a beruházás elmélete. Megjelent: *Modigliani, F.*: Pénz, stabilizáció, megtakarítás. Válogatott tanulmányok. *Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó*, Budapest. 231–271. o.

- NIVORZHKIN, E. [2002]: Capital Structures in Emerging Stock Markets: The Case of Hungary. The Developing Economies, Vol. 40. No. 2. június, 166–187. o.
- RADÓ MÁRK [2003]: Infláció, tőke költség és a magyar tulajdonosok versenyhátránya. Közgazdasági Szemle, 11. sz.
- LEVINE, R. [2002]: Bank Based Or Market-based Financial System. Which is better. Journal of Financial Intermediation, No. 11.
- VÁRHEGYI ÉVA [2003]: Bankhitel és vállalatfinanszírozás az EU-csatlakozás tükrében. Fejlesztés és finanszírozás, 3. sz. 24–33. o. (<http://ffdf.mfb.hu/2003/3/bankhitel-es-vallalatfinanszirozaz-es-eu-csatlakozas-tukreben.pdf>)