

OTDK dolgozat

Rauch Zsófia
BA

2013

A kis- és közepes méretű vállalkozások finanszírozása

The financing of small and medium-sized enterprises

Kézirat lezárása: 2012. november 15.

TARTALOMJEGYZÉK

BEVEZETÉS.....	2
2. A KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOK MAGYARORSZÁGON.....	3
2.1. A kis- és középvállalkozások meghatározása	3
2.2. A kkv szektor hazai jellemzői.....	3
3. A KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOK TŐKESTRUKTÚRÁJÁNAK ÉS FINANSZÍROZÁSÁNAK ELMÉLETE	5
3.1. A vállalati növekedés modellezése, az életciklus-alapmodell	5
3.2. Kontextuális tényezők.....	8
3.3. Tőkestruktúra-elméletek	9
3.3.1. A tőkestruktúra meghatározásának klasszikus elméletei	9
3.3.2. A hierarchia elmélet.....	11
3.4. A finanszírozás és az életciklus-alapmodell kapcsolata	14
3.5. Tőkefinanszírozási politikák.....	16
4. A KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOK TŐKESTRUKTÚRÁJÁNAK ÉS FINANSZÍROZÁSÁNAK ELMÉLETE A GYAKORLATBAN.....	18
4.1. Az adatbázis kialakítása.....	18
4.2. Feltételezések.....	19
4.3. A tőkestruktúra befolyásoló tényezői	21
4.3.1. A tőkestruktúrát leíró tényezők mutatószámai.....	22
4.4. Elemzési módszer	26
4.4.1. Korrelációs számítás	26
4.4.2. Faktoranalízis.....	29
4.4.3. Regresszióanalízis.....	32
4.4.4. Klaszteranalízis	34
ÖSSZEFOGLALÁS.....	41
IRODALOMJEGYZÉK	43
FÜGGELÉK.....	47

Bevezetés

TDK dolgozatom témája a kis- és közepes méretű cégek finanszírozási specialitásai, tőkestruktúrája és pénzügyi menedzsmentje. Úgy gondolom, hogy a vállalatok életében a stratégiai jelentőségű kérdések köréhez tartozik a finanszírozás problematikája. Fontos szerepet játszik a vállalatok kiegyensúlyozott működésében, és – a stratégiai jellegből adódóan - hosszú távon a vállalat értékének növekedését szolgálja. Célja lehet továbbá a nyereségoptimalizálás, forrásallokáció, illetve a tartalékképzés (ami főleg az utóbbi 2-3 évben vált jellemzővé). Így tehát minden vállalkozás érdeke, és feladata a megfelelő finanszírozási struktúra kialakítása. Céлом, hogy pénzügyi elemzés keretében a kis-és közepes méretű vállalatokat különböző életciklusok (alapítás-, indulás-, korai növekedés-, terjeszkedés-, érettség-, és hanyatlás szakasza) alapján csoportosítsam, hogy ezáltal vizsgálható és elemezhető legyen a vállalatok életciklusa és a finanszírozási sajátosságok kapcsolata.

TDK dolgozatomat alapvetően két, egymástól jól elkülöníthető részre osztottam. A dolgozat elején – miután röviden jellemeztem a hazai kkv szektort - a kis-és középvállalkozások finanszírozásának és tőkestruktúrájának elméleteit mutatom be. A vállalatok tőkestruktúrájának vizsgálatára azért van szükség, mert a vállalkozások finanszírozási döntései a tőkestruktúrában tükröződnek. Így tehát a tőkestruktúra elemzésén keresztül van lehetőségem a vállalkozások finanszírozási sajátosságainak vizsgálatára, melyek szoros összefüggésben állnak a vállalkozások életciklusaival. A vállalkozások növekedésének és életútjának modellezésére megfelelő kiindulópontot jelent az életciklus alapmodell, mely annak ellenére, hogy számos tényezőt –pl. a vállalkozás külső környezete- figyelmen kívül hagy, jól tükrözi a vállalkozások finanszírozási sajátosságait.

Dolgozatom második részében, a gyakorlati részben alapvetően a rendelkezésemre álló adatbázisban szereplő cégek tőkestruktúráját vizsgálom statisztikai módszerek segítségével, hogy bizonyíthassam az életciklus finanszírozás alapvető sajátosságait. Céлом emellett a hierarchia elmélet alapvető téziseinek igazolása, miszerint a vállalkozások tőkestruktúrájának kialakítása, a finanszírozási források megválasztása nem optimalizálás révén történik, hanem egy bizonyos preferencia sorrend alapján. Ha ugyanis a vállalkozások az érettség szakaszában magas saját tőke aránnyal rendelkeznek, feltehetően nem törekszenek tőkestruktúrájuk optimalizálására, mert ha ezt tennék, az olcsóbb, idegen forrásokra támaszkodnának a drágább saját források helyett.

2. A kis- és középvállalkozások Magyarországon

2.1. A kis- és középvállalkozások meghatározása

A Magyarországon tevékenykedő, és gazdasági tevékenységet folytató vállalkozások nagy része a kis- és középvállalkozások (a továbbiakban: kkv) közé tartozik (Központi Statisztikai Hivatal, 2011 3. oldal). A 2004. évi XXXIV. törvény értelmében kis- és középvállalkozásnak minősülnek azon vállalkozások, melyek létszáma nem haladja meg a 250 főt, éves nettó árbevétele kevesebb, mint 50 millió euró, mérlegfőösszege legfeljebb 43 millió euró, valamint az adott vállalkozásban az állami/önkormányzati részesedés mértéke nem haladhatja meg a 25%-ot - sem külön-külön, sem pedig együttesen- (Központi Statisztikai Hivatal, 2011 5. oldal). A magyar törvényi szabályozás összhangban van az Európai Unió által megalkotott definícióval: az Európai Unió 2005. január 1-jén új kkv fogalmat dolgozott ki, melynek alapvető célja az volt, hogy jobb működési feltételeket teremtsen a kis- és középvállalkozások számára, valamint ösztönözze a kkv szektor által végrehajtott beruházások számát és volumenét, ezáltal a szektor növekedését (Európai Bizottság, 2006 3. oldal).

Az alábbi ábra tartalmazza a szektoron belüli csoportosítást, vagyis azt, hogy mely vállalkozások tartoznak a mikro-, kis-, illetve középvállalkozások kategóriájába.

1. ábra Mikro-, kis-, és középvállalkozás - kategóriák

Vállalkozási kategória	Létszám: éves munkaerőegységben (ÉME)	Éves forgalom	vagy ↔	Éves mérlegfőösszeg
Közép-	<250	≤50 millió €	vagy ↔	≤43 millió €
Kis-	<50	≤10 millió €	vagy ↔	≤10 millió €
Mikro-	<10	≤2 millió €	vagy ↔	≤2 millió €

Forrás: Európai Bizottság, 2006 14. oldal

2.2. A kkv szektor hazai jellemzői

A Magyarországon tevékenykedő kkv-k területi eloszlásukat tekintve főként a Közép-Magyarországi Régióban koncentrálódnak (itt a legmagasabb az 1000 lakosra jutó vállalkozások száma), de súlyuk a Közép- és Nyugat-Dunántúl területén is jelentős – feltehetően a külföldi tőkebevonásnak köszönhetően, mely elsősorban e régiókat érinti -

(Központi Statisztikai Hivatal, 2011 3. oldal). Gazdasági súlyuk nem mérhető össze a nagyvállalatok gazdasági súlyával, azonban kiemelkedő szerepet játszanak a foglalkoztatásban és a magyarországi jövedelemtermelésben (Központi Statisztikai Hivatal, 2011 2. oldal). A rendszerváltást követően a kis- és közepes méretű vállalkozások szerepe a foglalkoztatásban és a jövedelemtermelésben jelentősen növekedett (a növekedés nem a versenyképesség javulása miatt következett be, hanem a piac bővülésének köszönhető), azonban a 2000-es évek körül ez a növekedés lelassult, és stagnálni kezdett (Kállay, [é.n.] 6. oldal). Ez azonban nem kérdőjelezi meg a szektor foglalkoztatásban betöltött szerepét: a kkv szektor a magyar gazdaság egyetlen olyan szektora, mely növelte a foglalkoztatottak számát – egy húsz éves csökkenő foglalkoztatási trend ellenére is - (Kállay, [é.n.] 6. oldal). Ezt támasztja alá az alábbi számadat is: a rendszerváltáskor a szektor által foglalkoztatottak száma 30.000 főről mára 1,5 millió fölé emelkedett (Kállay, [é.n.] 6. oldal).

Negatívumként értelmezhető azonban, hogy a szektor versenyképessége és innovációs hajlandósága - nemzetközi, és Európai Unió összehasonlításban is - alacsony, alultőkésítettség jellemzi, és kevés a szektoron belül a közepes méretű, gyorsan fejlődő vállalatok száma. A gyorsan növekvő vállalatok azért fontosak a gazdaság számára, mert nemzetközi felmérések bizonyították, hogy e vállalkozások hozzák létre az új munkalehetőségek 70-80%-át (Szerb, 2008 2. oldal). Épp emiatt a hazai kkv szektor kulcsfontosságú szerepet tölt be a magyar gazdaságban, és a benne rejlő lehetőségek miatt nagy odafigyelést érdemel.

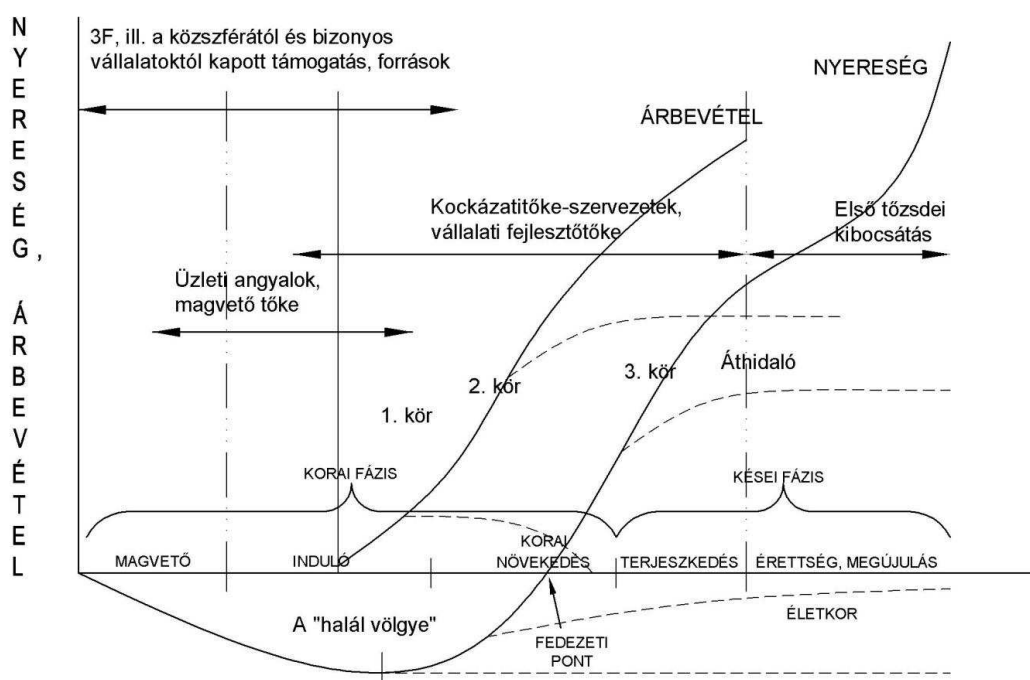
3. A kis- és középvállalkozások tőkestruktúrájának és finanszírozásának elmélete

3.1. A vállalati növekedés modellezése, az életciklus-alapmodell

A különböző célok megvalósítása érdekében létrejött vállalatok biztos működésének elengedhetetlen feltétele a mai turbulens gazdasági környezetben az állandó minőségi- és mennyiségi megújulás. Mikor egy vállalat fejlődik, alapvetően termékeinek és szolgáltatásainak folyamatos megújításán dolgozik anélkül, hogy e tevékenység a vállalati méret növekedését eredményezné. A növekedés ezzel szemben olyan mennyiségi átalakulást jelent a vállalatok életében, mely fejlődéssel párosulva a vállalat méretének (árbevétel, létszám) növekedését eredményezheti. A piaci igények bővülése, méretgazdaságossági szempontok, a piaci pozíció megtartásának fontossága, tulajdonosi érdekek, pénzügyi befektetők megtartása/vonzása egyaránt növekedésre kényszeríthetik a vállalatokat. A növekedés azonban csupán egy opció. Vannak ugyanis olyan vállalatok, akik nem akarnak, vagy nem tudnak növekedni, mert olyan problémákkal (ún. növekedési konfliktusok) szembesülnek működésük során, amelyek ellehetetlenítik a növekedés folyamatát (Vecsenyi, 2009 348-350. oldalak).

A növekedés tehát kulcsfontosságú szerepet tölt be a vállalatok életében, azonban a hazai szakirodalom a mai napig nem dolgozott ki olyan ökonometrikus módszereket, illetve modelleket, melyek révén lehetőség nyílna a vállalati növekedés valósághű modellezésére (Szerb, 2008 10. oldal). Ennek ellenére a gyakorlat számára jó kiindulási alapot jelent az életciklusmodell, mely a vállalati növekedés modellezésére szolgál (Szerb, 2008 10. oldal). A modell (2. ábra) az idő függvényében vázolja fel a vállalatok életpályáját, és azt egymásra épülő szakaszokra bontja (Zsupanekné, 2007 46. oldal). (A különböző életciklus szakaszok jellemzőit a 3.4. alfejezetben ismertetem, melyben a finanszírozás és az életciklus-alapmodell kapcsolatát vizsgálom.)

2. ábra A vállalatok fejlődésének ötfázisos életciklusmodellje



Forrás: Szerb, 2007 256. oldal

A vállalatok életciklusmodelljének azonban számos változata van, ugyanis az eredetileg Churchill és Lewis által elkészített modellt többen is továbbfejlesztették, és bővítették annak használati körét (Szerb, 2006 103. oldal). E modellek alapvetően megközelítésükben, a különböző szakaszok alapját képező tényezőkben, a szakaszok számában és azok részletezettségében térnek el egymástól (Zsupanekné, 2007 46. oldal).

A kis- és középvállalatok életciklusának sajátosságaival és problematikájával Salamonné Huszty Anna egy közel két évig tartó kutatási munka során igen mélyrehatóan foglalkozott. Alapvető célja az volt, hogy megismerje a vállalkozások különböző életszakaszainak sajátosságait, de emellett fontos szerepet kapott a vizsgálódási folyamatban a stratégiák kérdésköre (jellemzők és kialakulás). A kutatás alapját az Általános Vállalkozási Főiskola hallgatói által készített mélyinterjúk képezték: 300 vállalattal készítették mélyinterjút, ám a nagy mintából csupán 50 vállalat került be a kutatásba. Erre azért volt szükség, mert szerették volna kiszűrni a fiatal cégeket (a 10 évesnél fiatalabbakat), valamint a leányvállalatokat. A kutatási program alapját az Adizes és Greiner által kidolgozott életciklus kategóriák kombinációja képezte. Salamonné a két modellt vegyítette egymással, melyet azzal indokolt, hogy „... alapelveikben, megközelítési módjukban, főbb tartalmi elemeikben hasonlóak, miközben ki is egészítik

egymást, és így a magyarországi helyzet mélyreható elemzését teszik lehetővé” (Salamonné, 2006 61. oldal). Mindezt a 3. ábra is alátámasztja:

3. ábra A vállalati növekedés helye az életciklus-modellekben

Megnevezés	Adizes modellje	Greiner modellje
Ötlet, találmány	1. Udvarlás	-
Kezds	2. Csecsemőkor	1. Növekedés kreativitás révén
Növekedés	3. Fiatalos mozgékonyság 4. Serdülőkor 5. Legszebb férfikor	2. Növekedés irányítás révén 3. Növekedés delegálás révén 4. Növekedés koordináció révén 5. Növekedés kooperáció révén
Stabilitás	6. Stabilitás	-
Öregség	7. Arisztokrácia 8. Korai bürokrácia 9. Bürokrácia 10. Halál	-

Forrás: Zsupanekné, 2007 53. oldal

Így a vállalkozásokat a Huszty Anna által készített tanulmány az alábbi életciklus-kategóriákba sorolta:

- (1) elindulás
- (2) kreativitás
- (3) irányítás fázisa
- (4) delegálás
- (5) megállapodottság (koordináció és együttműködés fázisa)

A kutatási program eredményeként megállapították, hogy feltehetőleg a vizsgált időszak (1989-2004) rövidsége miatt a programban résztvevő vállalkozások egyike sem járta végig a fent felsorolt életciklus-kategóriákat. (Ezt Papanek Gábor is megerősíti „A gyorsan növekvő magyar kis-és középvállalatok a gazdaság motorjai” című munkájában.) A cikk szerint a vállalkozások sikeresen túllendültek a kezdeti nehézségeken és viszonylag hamar (2-3 évet követően) a kreativitási szakaszba léptek –kivéve a vállalatok nagyjából egyötödét, amelyek rögtön a fejlődés 3. szakaszába kerültek a kezdeti nehézségek leküzdése után- és a fejlett piacgazdasági gyakorlattól eltérően sokáig elidőztek ebben a szakaszban. Azok a vállalatok, akik sikerrel vették a kreativitási szakasz akadályait két út

közül választhattak: az irányítás vagy a delegálás szakaszába léphettek. Az utóbbi lehetőséget csupán három cég használta ki, és hozzájuk egy bizonyos idő után az irányítás szakaszából csupán 6 cég csatlakozott a vizsgált időszakban. A szerzők kiemelten hangsúlyozzák azonban azt a tényt, hogy annak ellenére, hogy a belső fejlődés problémáira, és azok megoldásaira helyezik a legfőbb hangsúlyt - erre fókuszálnak- a fent említett folyamatokra a makrogazdasági környezet alakulása is nagy befolyással van. A rendszerváltást követően óriási lehetőségek nyíltak (feltáratlan piacok, igen nagy kereslet, új társasági törvény) a vállalkozó kedvű egyének számára, valamint Magyarország EU-s csatlakozása szintén nagy lehetőségeket hozott (Salamonné, 2006 59-72. oldalak).

Annak ellenére, hogy az életciklusmodellek biztos kiindulópontot jelentenek, a modellek egyik nagy hátránya az, hogy nem veszik figyelembe a vállalat külső környezetét. Ez azért jelent problémát, mert a külső környezet nagymértékben befolyásolja, illetve befolyásolhatja a vállalatok életútját (Zsupanekné, 2007 55. oldal).

3.2. Kontextuális tényezők

A vállalat növekedését külső és belső környezeti tényezők egyaránt befolyásolhatják, melyet az 1. számú függelékben található ábra szemléltet. A belső környezeti tényezők esetében az egyéni és vállalati, a külső környezeti tényezők esetében pedig a gazdasági-jogi és társadalmi-szociális tényezők relevánsak. Az egyéni és vállalati tényezőkön belül a demográfiai elemek adottságot jelentenek a vállalat számára, a magatartási elemek azonban tanulhatók, alakíthatók és ezáltal befolyásolhatók. Fontos kiemelni azonban, hogy a befolyásoló tényezők elérő módon hatnak a vállalat növekedésére: az egyéni elemek nemcsak közvetett módon, hanem közvetlenül is hozzájárulhatnak a vállalat növekedéséhez (Szerb, 2008 14. oldal).

Papanek Gábor az erőforrások, az intézményi faktorok, a vezetés, és a makrogazdasági környezet súlyát hangsúlyozza, melyek befolyásolhatják a vállalatok növekedését, de emellett a globalizációt és az innovációt is kulcsfontosságú tényezőnek tartja. A globalizáció és az innováció területén azonban a magyar vállalkozások kevésbé eredményesek. A globalizáció kapcsán említésre méltó tény, hogy a magyar vállalatok sajnálatos módon nem használják ki a globalizáció nyújtotta piaci lehetőségeket – amit az alacsony export-arány is alátámaszt-. A másik probléma pedig, hogy a hazai vállalkozások csupán 20%-a él az innováció lehetőségével, annak ellenére, hogy Papanek véleménye szerint ma már nem az számít, hogy ki mennyit áldoz innovációs célokra - az innovációs

tevékenység többé már nem a nagyvállalatok kiváltsága - (Papanek, 2010 357-362. oldalak).

Papanek Gábor írásából is egyértelműen kitűnik, hogy nincs egyértelmű recept arra, miként lehetnek a vállalatok igazán sikeresek, miként érhető el gyors fejlődés a vállalat életében. A siker a vállalkozás bármelyik életciklusában, ágazattól függetlenül bekövetkezhet. Igazán fontos azonban, hogy a szervezet alkalmazkodni tudjon a környezeti változásokhoz: innovatív legyen és rugalmas, kövesse a legújabb trendeket, merjen vállalkozni, de mindemellett a siker elengedhetetlen feltétele, egy olyan vezető léte, aki megfelelő szakmai kompetenciákkal rendelkezik, mer vállalkozni, és új dolgok irányába nyitni.

A rugalmasság fontosságát hangsúlyozza a Világgazdaság 2002.11.18-án „A fedezethiányos kkv-k nehézségei. A kis és középvállalkozások finanszírozása az Európai Unióban és Magyarországon” című cikkében. A cikk szerzője kiemelten fontosnak tartja, hogy a kis- és középvállalatok megfelelően tudjanak alkalmazkodni mind a belső, mind pedig a külső környezet változásaihoz, hisz ezen vállalkozások léte és növekedése pont az alkalmazkodás képességétől függ. Az alkalmazkodás elengedhetetlen feltétele azonban, hogy a vállalat likvid legyen, azaz felmerülő kötelezettségeinek időben eleget tudjon tenni. E feltételeknek sajnálatos módon a vállalatok csupán kis hányada képes megfelelni: a vállalatok nagy része pénzügyi problémákkal küzd, nem rendelkeznek likvid eszközökkel, melyek a fejlődés és a növekedés gátját képezik. Mindez a magyarországi kis- és középvállalatoknál is megfigyelhető: nemcsak likviditási problémáik vannak, hanem a likviditás fenntartásához szükséges külső forrásokhoz is nehezen tudnak hozzájutni. Ennek fő okát a cikk szerzője abban látja, hogy a szektor még igen fiatal, és ez idő alatt nem tudtak megfelelő belső forrást felhalmozni, valamint a szektor külső forrásból történő finanszírozása is csak lassan kerül(t) be a finanszírozók politikájába – annak ellenére, hogy nemcsak a GDP-hez való hozzájárulása, hanem a szektor által foglalkoztatottak aránya is jelentős nagyságot képvisel - ([Fedezethiányos kkv], 2002).

3.3. Tőkestruktúra-elméletek

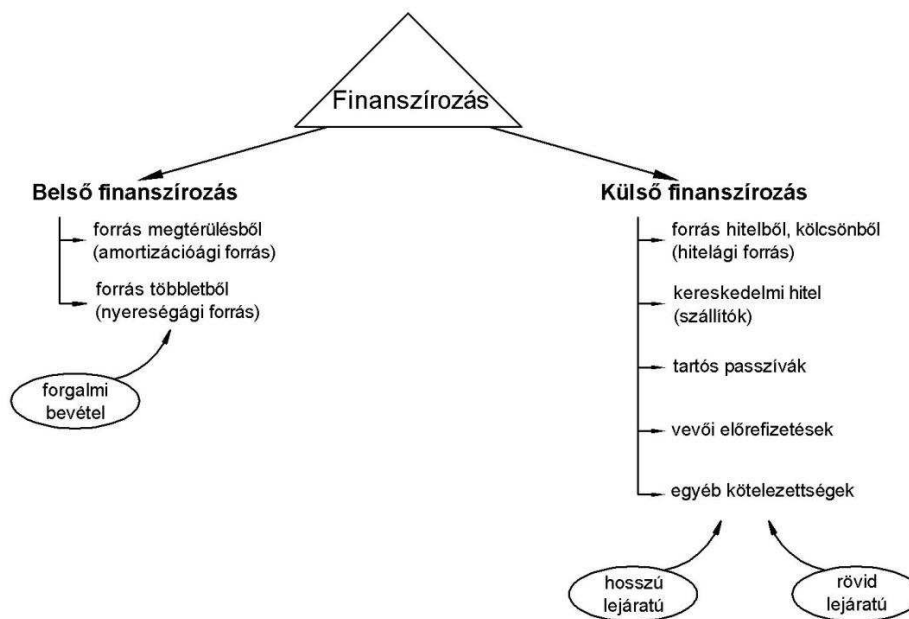
3.3.1. A tőkestruktúra meghatározásának klasszikus elméletei

A vállalat tulajdonosainak alapvető érdeke, hogy az általuk befektetett tőke, a vállalat értéke folyamatosan növekedjen (Sisa, 2008 179. oldal). A vállalkozások azonban működésük során átmeneti, vagy tartós likviditási problémákkal szembesülnek. A likviditási problémák megoldásához, illetve a növekedéshez finanszírozási forrásokra van

szükségük. Azonban egyáltalán nem mindegy, hogy a szükséges forrásokat a vállalatok honnan teremtik elő. Ennek oka elsősorban az, hogy a pénznek ára van, fizetni kell érte. Ahhoz tehát, hogy a vállalat értéke növekedjen, fontos, hogy a vállalati tőkestruktúra döntéseket pontos mérlegelések előzzék meg (Vecsenyi, 2009 258-259. oldalak).

A vállalatok finanszírozása alapvetően kétféle - belső és külső- forrásból történhet (4. ábra), de a vállalatok a külső forrásokon belül adósság- és vagyonfinanszírozási formák közül is választhatnak (Vecsenyi, 2009 179-181. oldalak).

4. ábra Belső és külső finanszírozás



Forrás: Juhász, 2010 168. oldal

A nettó jövedelem elmélet szerint egy cég minél több kölcsöntőkét von be vállalkozásába, annál inkább növelheti ezáltal a vállalati értéket. Amiatt, hogy a vállalati érték tőkeköltséggel diszkontált jelenértékként adódik, minél kisebb a tőkeköltség, annál nagyobb a vállalat értéke. Ennek oka, hogy a kölcsöntőke költsége alacsonyabb a saját tőke költségénél, így az idegen tőkebevonás a vállalati érték növekedését szolgálja. A nettó működési jövedelem elmélet ezzel szemben úgy véli, hogy a tőkeszerkezet milyensége nem befolyásolja a vállalat értékét, hisz a –bár olcsóbb- kölcsöntőke bevonása az eladósodás lehetősége miatt növeli a saját tőke költségét is, és ezáltal a két hatás kiegyenlíti egymást. A hagyományos megközelítés –mely a két fent említett szemléletmód közt foglal helyet- a nettó működési jövedelem elmélettel szemben kimondja, hogy létezik

olyan saját és kölcsöntőke arány, mely esetében az átlagos tőke költség minimális, viszont a vállalat értéke maximális (Herczeg, 2005 3- 4. oldal).

A fent felvázolt elméletek azonban ellentmondanak egymásnak, mert nem válaszolják meg egyértelműen azt a kérdést, hogy a tőkestruktúra szerepet játszhat-e a vállalati érték növelésében. Az elméletek közt fennálló ellentétek feloldásában nagy szerepet játszanak a Miller és Modigliani által kidolgozott elméletek. Azon elméletüket, hogy a tőkestruktúra és a vállalati érték közt semleges a kapcsolat - a különböző arbitrázs folyamatok miatt-, később úgy módosították, hogy a vállalat értéke csak akkor lehet maximális, ha a vállalat teljes mértékben kölcsöntőkére támaszkodik - hiszen így a tőke átlagos költsége csökken. Azonban ha a vállalat 100%-ban kölcsöntőkére támaszkodik, annak költségei jelentős méreteket ölthetnek (Herczeg, 2005 8. oldal). Ez érthető is, hiszen ha a vállalat nagymértékben kölcsöntőkére támaszkodik, hajlamosabb lesz kockázatosabb műveletekbe kezdeni, ugyanis a kockázatokat nem a vállalatok, hanem a hitelezők viselik –úgy, hogy a haszon a vállalatoknál csapódik le -, így a hitelezők kockázatuk csökkentése érdekében, nagy valószínűséggel emelni fogják az általuk nyújtott hitelek kamatát – ha egyáltalán hajlandók további hitelezésre-.

3.3.2. A hierarchia elmélet

Myers azonban felhívja a figyelmet arra, hogy a hierarchia elmélet tagadja a feljebb taglalt elméleteket, melyek szerint a tőkestruktúra kialakítása optimalizálás révén történik (Myers, 1984). A hierarchia elmélet szerint a vállalatok tehát nem a fent részletesebben taglalt elméletek szerint, hanem egy bizonyos preferencia sorrend szerint alakítják ki tőkestruktúrájukat: először belső forrásokat, aztán külső idegen forrásokat, végül pedig külső saját forrásokat használnak (Herczeg, 2005 9. oldal). Herczeg Adrien belső forrásként a visszatartott profitot, külső idegen forrásként a hitelfelvételt, külső saját forrásként pedig a részvénykibocsátást nevezi meg (Herczeg, 2005 9. oldal). Szerb László azonban belső forrásként a visszatartott profit mellett az amortizációt is kiemeli, illetve hangsúlyozza, hogy amennyiben a vállalatok belső forrásokat használnak fel pénzügyi nehézségeik orvoslása érdekében, akkor ez mind a vállalat, mind pedig a menedzsment számára előnyös: azok az információk, melyek hátrányos helyzetbe hozhatnák a vállalatot, azok vállalaton belül maradhatnak, azaz a vállalat nem válik kiszolgáltatottá (Szerb, 2006 97-98. oldalak).

A hierarchia elmélet szerzői magát az elméletet –mely szerint a vállalatvezetők a finanszírozáshoz szükséges forrásokat meghatározott sorrendben használják fel- a piaci

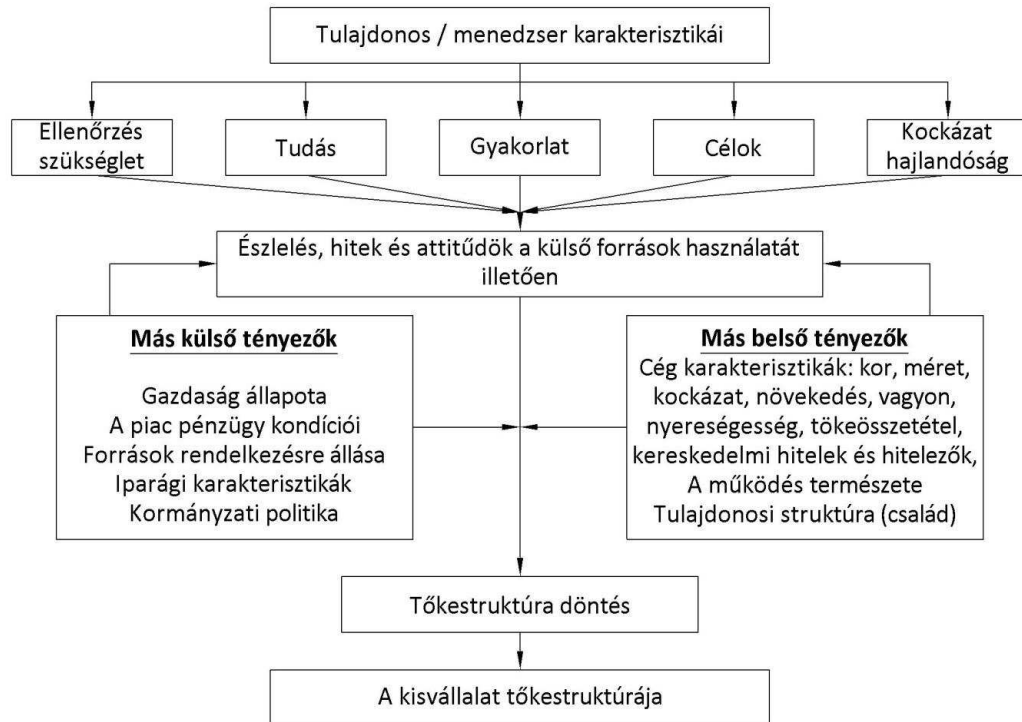
szereplők közti információs asszimetriával indokolják (Cziráki, 2007 704. oldal). A vállalat és a vállalat finanszírozói közt információs asszimmetria áll fent, melynek oka, hogy mindkét piaci szereplő eltérő mennyiségű és minőségű információval rendelkezik a befektetések megtérülését illetően. A piaci szereplők informátlansága költségessé teszi a felek közt létrejövő tranzakciókat: minél kevesebb mennyiségű és minél rosszabb minőségű információ áll a piaci szereplők rendelkezésére, annál költségesebbek lesznek a piaci tranzakciók. Ebből az következik, hogy a vállalat tulajdonosai és irányítói a belső finanszírozási forrásokat preferálják a külsővel szemben. Ha a belső források nem bizonyulnak elegendőnek, akkor olyan finanszírozási lehetőségeket részesítenek előnyben, melyek kisebb információigényűek, kevésbé költségesek. Így tehát a vállalatok belső forrásaik elégtelensége esetén a hitelek preferálják a tulajdonosi tőkebevonással szemben (Antal-Pomázy, 2011 277. oldal).

A tulajdonosok és a befektetők között fennálló információs asszimmetria emiatt a részvényárfolyamok ingadozásához vezethet. Ha a vállalat részvényeket bocsát ki, akkor már maga a kibocsátás ténye csökkentheti a részvények árát, hisz a befektetők abból indulnak ki, hogy egy vállalat akkor bocsát ki részvényeket, ha úgy véli, hogy azok a kockázathoz képest magas áron értékesíthetők, a külső piaci szereplők túl magasnak értékelik a vállalat értékét, azaz az újonnan kibocsátott részvényekért csak alacsonyabb árat hajlandók fizetni. Épp emiatt, a vezetők igyekeznek elkerülni a külső saját források bevonását, és választanak más megoldásokat (belső illetve külső idegen források) (Cziráki, 2007 704. oldal).

Chittenden az „A model of capital structure decision making in small firms” című művében azonban kihangsúlyozza a hierarchia modell jelentőségét, és megfogalmazza azon tényt, hogy nemcsak a nagyvállalati szférában, hanem a kkv-szektorban is nagy jelentősége van az elméletnek: a tanulmány készítése során a kis és középvállalatok körében elvégzett interjúk alátámasztották a hierarchia modell jelenlétét a kisvállalati szektorban. Azaz a kisvállalatok tőkestruktúrájuk kialakításakor a belső forrásokat részesítik előnyben a külső forrásokkal (hitelfelvétel, részvénykibocsátás) szemben. Azonban az elvégzett kutatások alapján a tanulmány szerzői azt is megállapították, hogy a kkv-k tőkeszerkezetét a vezetői preferenciák és külső piaci feltételek együttesen alakítják. Ha a vállalkozások működésük során a belső források elégtelensége miatt külső források felvételére kényszerülnek, akkor alapvetően hitelfelvétel és részvények kibocsátása közül választhatnak, de a döntést a vezetők elvárásai preferenciái, elvárásai és a piac együttesen befolyásolja. A tőkestruktúra-döntések kialakítása során tehát a menedzser mérlegelni

fogja a finanszírozás költségeit, a befektetésből származó várható megtérülést és saját kockázati preferenciáit –a külső környezet vizsgálata mellett-. A tanulmány azonban arra is rávilágít, hogy a vezetők saját kockázati preferenciája kis mértékben játszik szerepet a tőkestruktúra-döntések kialakítása során (Chittenden és társai, 1998 256-257. oldalak).

5. ábra A kisvállalatok tőkestruktúráját befolyásoló tényezők



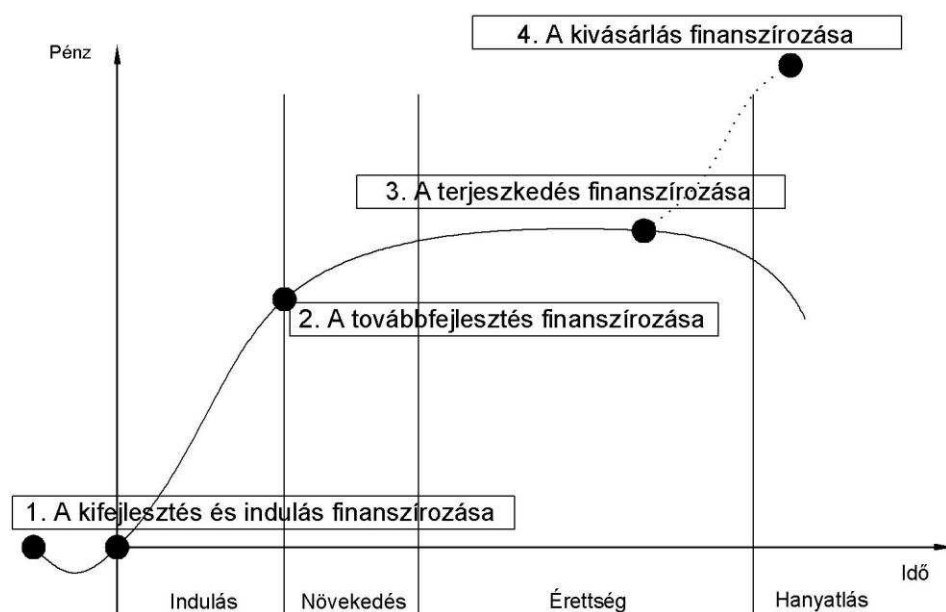
Forrás: Chittenden és társai, 1998 258. oldal

Ahogy tehát a fenti ábrán is látható, a kis és közepes méretű vállalatok vezetőinek illetve tulajdonosainak jellemvonásai (mint például: ellenőrzési szükségletek, tudás, tapasztalat, célok, kockázati kedv) nagymértékben befolyásolják a vállalat tőkestruktúra-döntését. De mindez csak néhány eleme a tőkestruktúrát meghatározó döntéseknek: a külső és - gazdaság állapota, az iparág jellemzői, a kormányzati politika, a rendelkezésre álló pénzmennyiség- más belső – a vállalat kora és mérete, a tulajdonosi struktúra, nyereségesség, a működés természete- tényezők egyaránt szerepet játszanak a kisvállalatok tőkestruktúrájának kialakításában (Chittenden és társai, 1998 257. oldal).

3.4. A finanszírozás és az életciklus-alapmodell kapcsolata

A fentiek alapján kis- és középvállalkozások tehát működésük során nem törekszenek tőkestruktúrájuk optimalizálására, helyette a hierarchia modell által felvázolt preferencia-sorrend alapján hozzák meg a tőkestruktúrájukat befolyásoló döntéseket. A választott finanszírozási források azonban hozzáigazíthatók a vállalkozások különböző életszakaszaihoz (Vecsenyi, 2009 264. oldal). Ezt a 6. ábra szemlélteti.

6. ábra Finanszírozási igények a vállalkozási életpályán



Forrás: Vecsenyi, 2009 266. oldal

Az induló vállalkozás számára a legfontosabb finanszírozási forrást a vállalkozó saját megtakarításai jelentik. Ha ezek nem bizonyulnak elegendőnek, a vállalkozások a családtagok és barátok megtakarításaira támaszkodhatnak leginkább. Az induló vállalkozások ugyanis külső források megszerzésére igen kis eséllyel pályázhatnak –a magas kockázatok miatt-, ami azonban elengedhetetlen feltétele a vállalkozási tevékenység megkezdésének. Az ún. üzleti angyalok, a befektetési alapok, illetve a különböző kockázati-tőke társaságok is csak nagyon ritkán fektetik pénzüket induló vállalkozásokba, a magas kockázatok miatt. A vállalkozások célja, a kezdeti nehézségek sikeres leküzdését követően az, hogy növeljék árbevételüket és nyereségességüket. Azonban a vállalatok csak akkor pályázhatnak nagyobb eséllyel külső forrásokra, ha

képesek pozitív üzleti eredményt realizálni, ugyanis ebben a szakaszban továbbra is nagy a befektetői kockázat, és emiatt van szükség a pozitív eredmény realizálására. Ha a vállalat felvásárlások révén szeretne terjeszkedni, illetve menedzseri kivásárlások esetén további finanszírozási igények jelennek meg a vállalat szempontjából (Vecsenyi, 2009 264-267. oldalak).

Szerb László szerint, ha a vállalatok életében elkerülhetetlenné válik különböző külső források bevonása, akkor nem mindegy, hogy a vállalat kitől, milyen típusú forrásokhoz jut: a gyorsan növekvő vállalatoknak többnyire hosszabb lejáratú forrásokra van szüksége, de a bankok a magas kockázat miatt nem szívesen nyújtanak hitelt ezen vállalatok részére, így végül más külső források (kockázati tőke) bevonására kényszerülnek (Szerb, 2006 110-111. oldalak.). A kockázati tőke olyan finanszírozási mód, mellyel a tőzsdén nem jegyzett vállalkozásokat finanszíroznak, azonban a finanszírozás révén (sajáttőke befektetés) a finanszírozó részesedést is szerez abban a vállalkozásban, melybe tőkét fektetett. Az ilyen jellegű forrásokhoz olyan vállalatok is hozzájuthatnak, akik egyébként nem vehetnének fel hitelt, azonban a forrást igénylő vállalatnak nem kell hitelszerűen visszafizetnie a kapott tőkét, ami segíti a vállalatok növekedését. Emellett a befektetői tőkekivonás sem érintené hátrányosan a vállalatot, ugyanis ebben az esetben más befektető kapja meg befektető által eladott tulajdoni hányadot, és így nem jelentkezik többletterhek a vállalat szempontjából. A kockázati tőkejuttatók szerepe igen jelentős, ugyanis többnyire igen nagy kockázatot vállalnak és fő céljuk a vállalat értékének növelése, hisz tulajdonrészük eladásával jelentős haszonra (árfolyamnyereség) tehetnek szert (Sóvágó, 2007 121-123. oldalak.).

Szerb a vállalkozások életpályáját más szempontok szerint vizsgálja, és az alábbi fejlődési szakaszokra bontja: magvető/alapító szakasz, indulás szakasza, korai növekedés szakasza, késői növekedés szakasza, érettség szakasza. A magvető szakaszban a vállalkozás koncepciója még kiforratlan, amit a bukások magas aránya is alátámaszt. Az idő múlásával azonban a kiforratlan koncepció formálódik, elkezdődik a termékek/szolgáltatások értékesítése (indulás szakasza), azonban a költségek növekedésével párhuzamosan a vállalkozások finanszírozási igényei is növekednek. Szerb a vállalatok életútjának e két szakaszát a „halál völgyének” nevezi, melyből a vállalatok csak akkor keveredhetnek ki, ha vevőik fizetni kezdenek. Ha a vállalkozások sikeresen átvészelik a kezdeti nehézségeket (növekedés szakasza), az értékesítés volumene növekedésnek indulhat, a vállalkozás működéséből származó kockázatok fokozatosan csökkennek, a cégek finanszírozási igényei azonban továbbra is megmaradnak. Azok a

vállalatok, akik az érettség szakaszába lépnek, azt tapasztalhatják, hogy az értékesítés volumene stagnálni kezd, és a finanszírozási igények is csökkenni kezdenek (Szerb, 2007 255-260. oldalak).

A Szerb által megalkotott életciklus-szakaszokban felmerülő, tipikusnak mondható pénzügyi problémákat, és a finanszírozás legfontosabb forrásait az alábbi, összefoglaló táblázat tartalmazza.

7. ábra A vállalatok finanszírozási forrásai és pénzügyi problémái az életciklus függvényében

Az életciklus szakasza	A pénz legfontosabb forrásai	A pénzügyi problémák jellege
Magvetés/alapítás	Alapítók saját személyes megtakarításai	Alulfinanszírozás, a tőkeemelésre való képtelenség
Induló	4F, alapítók, család, barátok, munkatársak, üzleti angyalok	A költségek kontrollálása, információhiány
Korai növekedés	Üzleti angyalok, kockázati tőkések	Túlkereskedés, likviditási problémák
Terjeszkedés	Kockázati tőke	Tartós tőkebevonás
Érettség	Bankhitelek, tőzsde	Alacsonyabb megtérülési ráta a befektetések után
Hanyatlás	A vállalkozások értékesítése	A pénzek visszavonásra kerülnek, vagy fokozódó likviditási problémák jelentkeznek

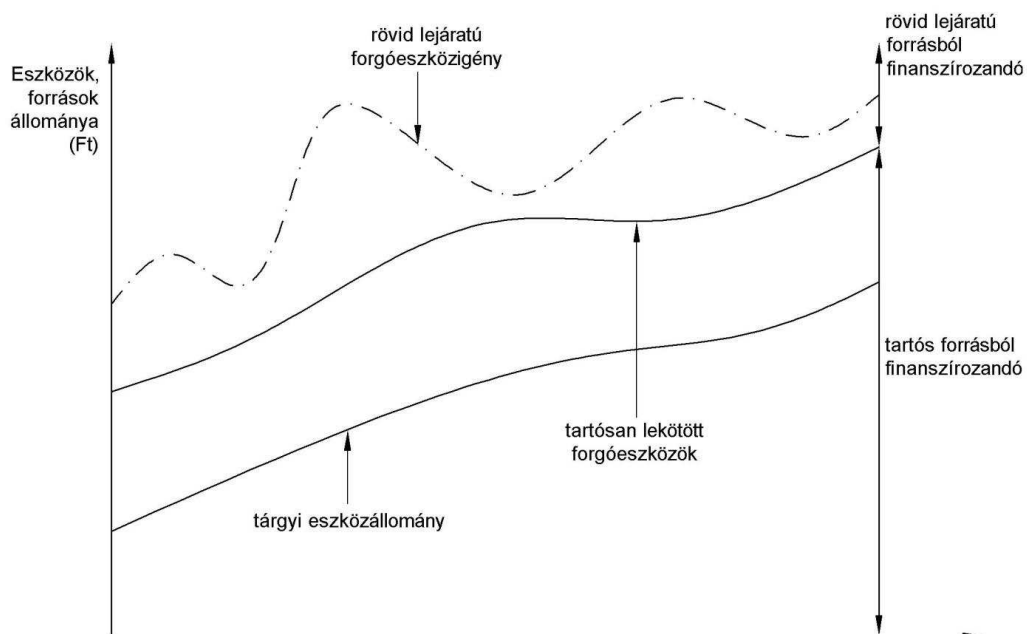
Forrás: Szerb, 2007 259. oldal

3.5. Tőkefinanszírozási politikák

A finanszírozási stratégia révén a vállalkozások kielégíthetik a különféle befektetések megvalósításához szükséges tőkeszükségletüket, és ezáltal megteremthetik az eszközök és források egyensúlyát a vállalkozás mérlegében. A vállalkozások pénzügyi egyensúlyának fenntartása érdekében fontos, hogy az eszközök fedezetéül szolgáló források esedékessége összhangban legyen a vállalkozások mérlegében szereplő eszközök likviditásával. Így a finanszírozási döntések kapcsán fontos, hogy a vállalkozások olyan döntéseket hozzanak, hogy a tartósan lekötött eszközöket tartós forrásokból (idegen tőke+

saját forrás) , a rövid távon lekötött eszközöket (forgóeszközök) pedig rövid távú forrásokból finanszírozzanak. A gyakorlat 3 alapvető finanszírozási stratégiát különböztet meg. Amennyiben a vállalatok szolid finanszírozási stratégiát folytatnak, tartósan lekötött eszközeiket csak tartós forrásokból finanszírozzák. Konzervatív finanszírozási stratégia esetén a vállalkozások rövid távon lekötött eszközeik egy részét tartós forrásokból finanszírozzák. Ez azért lehet előnyös a vállalkozások számára, mert így a rövid távú forrásokat biztosító partnereiktől kevésbé fognak függeni, azonban a hosszú távú finanszírozás nagyobb költséget jelenthet a vállalkozás számára. (A nagyobb költségvonzat oka a nagyobb kockázatokban rejlik, ugyanis a hosszú távon nyújtott források kockázata magasabb.) A harmadik finanszírozási stratégia melyet a különböző vállalkozások választhatnak: az agresszív finanszírozás. Az agresszív stratégiát folytató vállalkozások esetében pedig a rövid lejáratú kötelezettségek aránya nő, ugyanis tartósan lekötött eszközeinek egy részét is rövid forrásokból (hosszú források helyett) finanszírozza. Ez igen kockázatos, és veszélyeket rejt magában, ugyanis ha a rövid távú források nem állnak folyamatosan a vállalkozás rendelkezésére, akkor ez komoly működésbeli problémákat okozhat (Juhász, 2010 162-167. oldalak).

8. ábra Eszközök és források összhangja



Forrás: Juhász, 2010 165. oldal

4. A kis- és középvállalkozások tőkestruktúrájának és finanszírozásának elmélete a gyakorlatban

4.1. Az adatbázis kialakítása

Mielőtt nekikezdenék a fent vázolt elméletek gyakorlatba történő átültetéséhez, fontosnak tartom, elmondani, hogy igen szerencsésnek érzem magam amiatt, hogy az egyetemen eddig tanult ismereteimet, és a szakmai gyakorlatom során szerzett gyakorlati tapasztalataimat a konzulensem által rendelkezésemre bocsátott adatbázison tesztelhettem. Az általam végzett kutatás alapját a konzulensem által rendelkezésre bocsátott, és általam feldolgozott adatbázis képezte. A kutatást Szerb László „A hazai vállalkozások alapítására, növekedésére, versenyképességére ható tényezők vizsgálata” című NK 69283 számú OTKA pályázata finanszírozta. A felmérés 2008. április-június időszakban történt, amelyet a Szocio- Gráf Piac- és Közvélemény-kutató Intézet készített. A telefonos egyeztetés után a kérdőív kitöltésére személyes interjú keretében került sor a cég egyik olyan tulajdonosával, aki egyben a felső vezetésben is részt vett (20 fő foglalkoztatott alatt), vagy az egyik felső vezetővel, aki nem volt feltétlenül tulajdonos (20 foglalkoztatott felett). A cégek kiválasztásához az OPTEN magyarországi regisztrált vállalkozások adatbázisa szolgált. A cél egy 700-as minta összegyűjtése volt a legalább két foglalkoztatottal rendelkező (a tulajdonos mellett legalább egy alkalmazott) vállalkozások körében. A vállalatokat véletlenszerűen választották ki, a Szociográf figyelembe vette a méretet, a régiót és az iparágat is (rétegzett reprezentatív). A mintáról részletesebb leírás Szerb (2010) cikkében található.

Ebből a 700-as mintából 299 darab céget választottam ki azért, hogy e cégeken keresztül vizsgáljam az életciklus finanszírozás sajátosságait. Megjegyezném azonban, hogy a 299 darab cégből 115 cég adatait magam rögzítettem, ugyanis dolgozatom alapját e vállalkozások halmaza alkotta.

Az általam feldolgozott 115 cég esetén, a kiválasztást követően (vizsgálta alá a feldolgozóiparban tevékenykedő vállalkozásokat vontam) meg kellett győződnöm arról, hogy a kiválasztott cégek folytatnak-e rendszeres gazdasági tevékenységet, felszámolás/végelszámolás alatt állnak-e, vagy a már megszűnt cégek táborát erősítik. Ezt a Közigazgatási és Igazságügyi Minisztérium Céginformációs és az Elektronikus Cégeljárásban Közreműködő Szolgálatának honlapján (<http://www.e-cegjegyzek.hu/index.html>) ellenőriztem. Az ellenőrzés után a 115 cégből álló mintasokaságot tovább kellett szűkítenem, ugyanis az általam kiválasztott mintában 4

olyan cég is szerepelt, melyeket már töröltek a cégnyilvántartásból (e-cégjegyzék). Az így megmaradt 111 a cégekhez (felszámolás/végelszámolás alatt álló cégeket is beleértve) gyűjtöttem ki a 2008-2011-ig terjedő időszak mérleg- és eredménykimutatás adatait. Az adatgyűjtés folyamán a cégek által közzétett adatokra támaszkodtam, melyet a www.e-beszamolo.kim.gov.hu oldalról töltöttem le. A számviteli törvény (2000. évi C törvény) értelmében a vállalkozás akkor tesz eleget közzétételi kötelezettségének, ha éves/egyszerűsített éves/összevont (konszolidált) éves beszámolóját, kötelező könyvvizsgálat esetén a könyvvizsgálói jelentést, elektronikus úrlappal együtt a céginformációs szolgálat rendelkezésére bocsátja (Complex Kiadó, [é.n.]). Ennek elmulasztása 2012. január 1-jétől komoly szankciókat von maga után. A közzétételi kötelezettség elmulasztása esetén az állami adóhatóság akár 500.000 forintig terjedő mulasztási bírság kiszabása mellett arra kötelezi az adózót, hogy közzétételi kötelezettségének 30 napon belül tegyen eleget. Ezt követően az adózó 60 nap haladékosan kap - mulasztási bírság kiszabása mellett-, és ha kötelezettségeit ezután sem teljesíti, az adóhatóság a cég megszűnését kezdeményezheti. (Nemzeti Adó- és Vámhivatal, 2012) Feltehetően a szigorú szankcióknak köszönhetően a cégek beszámolóit maradéktalanul megtaláltam a kormányzati portálon. A fennmaradó cégek esetében pedig a szükséges mérleg- és eredménykimutatás adatok már rendelkezésemre álltak, így azok eredetét és hitelességét nem vizsgáltam.

4.2. Feltételezések

A fent taglalt elméletek alapján tehát azt feltételezem, hogy a vállalkozások különböző életciklusait eltérő tőkeszerkezet, és eltérő finanszírozási formák jellemzik. Így dolgozatomban szeretném alátámasztani az alábbiakat:

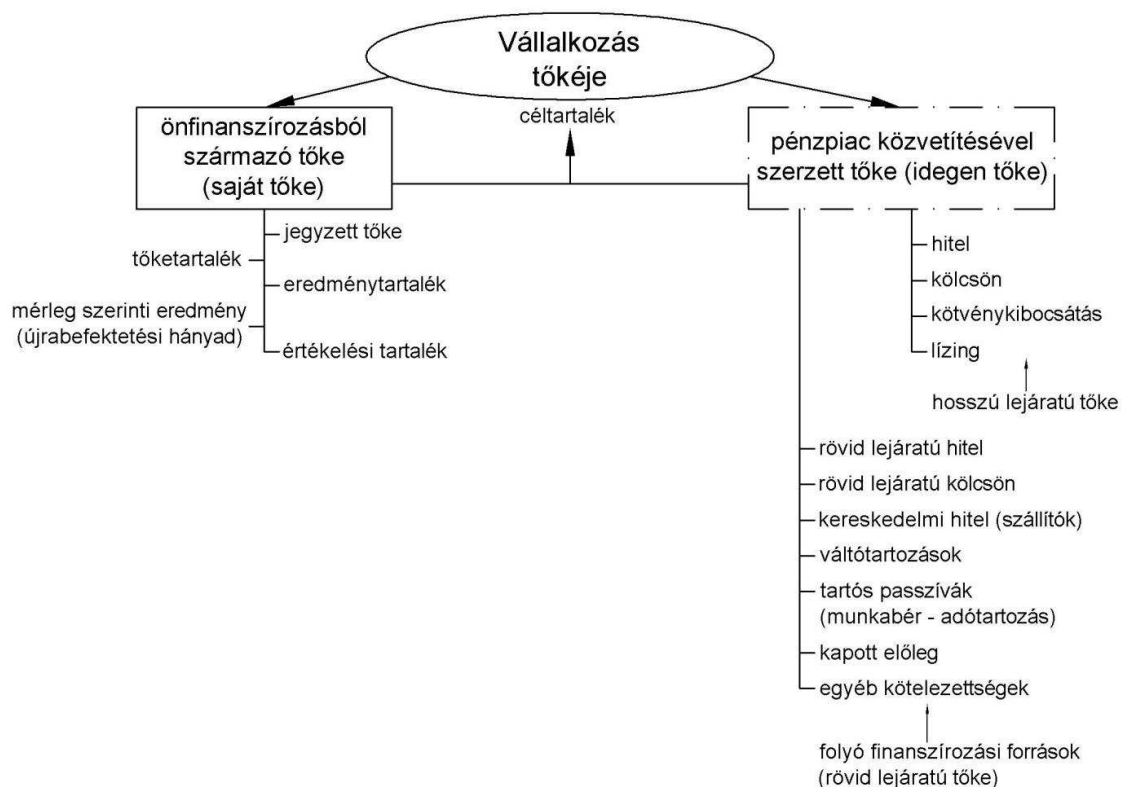
- a kezdő vállalkozásokat döntő mértékben tőkéből finanszírozzák,
- a növekedés szakaszában lévő vállalatok esetén a normál növekedési ütemmel rendelkező vállalatok a rövid illetve a hosszú lejáratú hiteleket preferálják, a gyorsabban növekvő vállalatok azonban az új, ill. tartós tőke bevonására kényszerülnek,
- végül pedig azt, hogy a megállapodottság szakaszában lévő vállalatok nem szorulnak nagy nagyságrendű források bevonására, és csupán a napi likviditási problémáikat orvosolják.

Ahhoz azonban, hogy egyértelmű következtetéseket lehessen levonni a vállalatok finanszírozási döntéseivel kapcsolatban, meg kell vizsgálni a vállalatok tőkestruktúráját. A

tőkeszerkezet és a finanszírozás kérdésköre ugyanis szorosan összefüggenek: a vállalatok finanszírozási döntései a vállalati tőkestruktúrában tükröződnek. Ennek háttérében az áll, hogy a vállalat finanszírozási döntései meghatározzák a saját tőke és a vállalkozásba bevont idegen tőke arányát, azaz a vállalkozás tőkestruktúráját (Katits, 2002 206-210. oldalak).

A vállalkozás tőkestruktúrája az alábbi elemek kombinációiból állhat:

9. ábra A vállalkozói tőke elemei



Forrás: Juhász, 2010 163. oldal

Azonban ahogy már korábban, a Chittenden modell kapcsán is kifejtettem, a vállalat finanszírozási döntéseit számos tényező befolyásolja –a belső tényezők mellett külső tényezők, észlelések, hitek és attitűdök is szerepet játszanak a vállalatok tőkestruktúrájának kialakulásában-, és ezáltal igen nehéz a különböző vállalatok tőkestruktúráját alakító tényezők meghatározása. A vállalatok tőkestruktúrájának kialakulásában a soft tényezők legalább olyan fontosak, mint a hard tényezők, azonban ezek nehezen számszerűsíthető adatok, így dolgozatomban a könnyebben számszerűsíthető, hard tényezők vizsgálatára összpontosítok.

4.3. A tőkestruktúra befolyásoló tényezői

Szemán a szakirodalomra hivatkozva az alábbi tőkestruktúrát befolyásoló tényezőket említi:

- Eszközök összetétele: a szerző az eszközök összetételének tőkestruktúrára gyakorolt hatását azzal indokolja, hogy ha a befektetett eszközök aránya magas az összes eszközön belül, akkor az adott vállalat nagy eséllyel kaphat hiteleket, ugyanis a rendelkezésre álló befektetett eszközök mennyisége a hitel biztosítékaul szolgálhat.
- Vállalati méret: ha a vállalat mérete nő, a csődkockázat csökkenésével szintén nőhet a tőkeáttétel (a banki hitelek növekedése is itt megfigyelhető jelenség lehet a stabil működésből kifolyólag).
- Növekedés: a cég növekedésével a tőkestruktúrán belül feltehetően nőni fog a kötelezettségek aránya amiatt, hogy a vállalat a növekedés finanszírozásához egyre több külső forrás bevonására kényszerül.
- Jövedelmezőség: a vállalkozások jövedelmezőségének növekedésével csökkenhet a külső források bevonása iránti igény, ami a tőkeáttétel csökkenését eredményezheti.
- Üzleti kockázat: az üzleti kockázat növekedése a hitelezői kedv csökkenését eredményezheti, ami a tőkestruktúrában is megmutatkozhat a kötelezettségek csökkenése révén.
- Kamat adóvédelem: mivel az adórendszer lehetővé teszi, hogy a felvett hitelek kamatát a vállalkozások levonják az adóalapból (a kamat tehát adóalapot csökkentő tételként jelenik meg), a vállalkozások számára vonzó lehetőséget jelent a hitelfelvétel, ami a tőkestruktúrán belül a kötelezettségek arányának növekedését eredményezheti.
- Likviditási ráták: magas likviditással rendelkező cégek esetében csökkenhet a tőkeáttétel, ugyanis a vállalatok különböző beruházásaik megvalósítása érdekében nem szorulnak feltétlenül külső források felvételére, és így a már meglevő forrásaikat használják fel, ami fokozatosan csökkentheti a saját tőke arányát.
- Tulajdonosi arány; eszközök és termékek egyedisége; csődköltség: a vállalat ágazati hovatartozása (Szemán, 2005).

Ezek közül választottam ki négy tényezőt, melyet a rendelkezésemre álló információk alapján vizsgálni tudok. E tényezők a következők: vállalati méret, növekedés, jövedelmezőség, likviditási ráták. A négy elemet kiegészítettem továbbá az

eredményességgel, mely véleményem szerint a jövedelmezőséghez hasonlóan befolyásolhatja a vállalkozások tőkeszerkezetét.

Az általam választott befolyásoló tényezőket az alábbi mutatókkal fejezném ki:

10. ábra A tőkestruktúra befolyásoló tényezőit kifejező mutatószámok

Tőkestruktúrát befolyásoló tényezők	Mutatók
Méret	foglalkoztatottak száma árbevétel
Növekedés	foglalkoztatottak számának növekedési üteme árbevétel növekedési üteme
Likviditás	Likviditási mutató Likviditási gyorsráta
Jövedelmezőség	ROE ROA
Eredményesség	EBIT EBITDA

Forrás: Saját szerkesztés

4.3.1. A tőkestruktúrát leíró tényezők mutatószámai

A pénzügyi mutatók használatára elsősorban azért van szükség, mert a különféle számadatok sok esetben, önmagukban nem mondanak semmit. Csak akkor jelentenek információt számunkra, ha azokat összefüggésbe hozzuk egymással. A pénzügyi mutatók nagy előnye ebben rejlik: információt hordoznak számunkra, és szabványosíthatóságuk révén a különböző vállalatok, különböző évekre vonatkozó teljesítménye is könnyen összemérhetővé válik. Az összehasonlítás révén azonban csak akkor kapunk reális képet a vállalkozások teljesítményéről, ha a különböző cégek esetében az üzleti év ugyanarra az időpontra esik (Katits, 2002 72-73. oldalak).

Az adatbázis kialakítása során én is szembesültem a fenti problémával. A vizsgálandó cégek üzleti éve nem minden esetben kezdődött január 1-jén, és zárult december 31-én. Mivel azonban, e cégek száma minimális volt, és üzleti évük nagy része a vizsgált tárgyévre esett, eltekintettem attól, hogy e cégeket kivegyem az elemezni kívánt cégek köréből.

A számviteli beszámolók adataiból képzett pénzügyi mutatószámok alapvetően a vállalkozások vagyoni, pénzügyi, jövedelmi helyzetét, és azok működésének hatékonyságát vizsgálják és elemzik. Az elemzések elsősorban a tulajdonosok, menedzserek információigényének kielégítésére szolgálnak, azonban a közzétételi kötelezettség révén a vállalkozásokat külső gazdasági szereplők számára is biztosítanak bizonyos információkat (Takács, 2009 17. oldal).

A pénzügyi mutatószámok a menedzserek és tulajdonosok esetében a tervezés, ösztönzés, ellenőrzés eszközei, a külső gazdasági szereplők számára pedig azért kiemelkedően fontosak, mert a pénzügyi mutatókból nyert információk segítségével, nagyobb pontossággal képesek felmérni a különböző vállalkozások gazdasági helyzetét, mely révén önmagukat előnyösebb helyzetbe juttathatják (Sinkovics, 2010 239-241. oldalak).

A pénzügyi mutatók tárháza igen széles, azonban a cégek finanszírozási sajátosságainak bizonyításához ki kellett szűrni azokat a mutatókat, melyek a tőkestruktúrát befolyásoló tényezőket a lehető legjobban leírják.

A vállalat méretét a foglalkoztatotti létszám, illetve az árbevétel nagyságán keresztül vizsgálom, a növekedési ütemet pedig a foglalkoztatottak számának és az árbevétel nagyságának növekedési ütemével azonosítom. A növekedési ütemeket - az abszolút és relatív növekedés számításának korlátai miatt- a regressziós egyenes meredekségével kalkuláltam.

A vállalatok likviditási helyzetének elemzéséhez az alábbi két likviditási mutatót választottam:

- $$\text{Likviditási mutató} = \frac{\text{Forgóeszközök}}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}}$$
- $$\text{Likviditási gyorsráta} = \frac{\text{Forgóeszközök} - \text{Készletek}}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}}$$

A likviditási mutatók a forgóeszközök, rövid lejáratú kötelezettségekhez viszonyított arányát fejezik ki. Ez azért fontos, mert hatékony gazdálkodás mellett a forgóeszközöknek fedezniük kell a rövid lejáratú kötelezettségeket. A forgóeszközökön belül megjelenő eszközök azonban különböző likviditásúak. Épp ezért léteznek úgynevezett szűkített likviditási mutatók, melyek lehetővé teszik a likviditás alaposabb vizsgálatát. Azért, hogy valósabb képet kapjak a vállalkozások likviditásáról, a likviditási mutató mellett fontosnak tartottam a likviditási gyorsráta kiszámítását is. Ennek oka, a készleteken belül szereplő anyagok és áruk a kevésbé likvid forgóeszközök közé tartoznak, és emiatt torzíthatják a vállalkozás likviditási helyzetéről alkotott képet. Az így kapott likviditási mutató még

tovább szűkíthető, ha a követeléseket és az értékpapírokat is kiszűrjük, ugyanis előfordulhat, hogy a vállalkozás vevői nem, vagy nem időben fizetnek, illetve a cég értékpapírjait sem lehet rögtön pénzzé tenni. Ennek vizsgálatától azonban eltekintek, mert a kis mintaszám miatt feltehetően az elemzés révén nem kapnék egyértelmű eredményeket (Takács, 2009 180-183 oldalak).

A vállalkozások jövedelmezőségi helyzetének elemzéséhez az alábbi mutatókat választottam:

- $ROE = \frac{\text{Adózott eredmény}}{\text{Saját tőke}}$
- $ROA = \frac{\text{Adózás előtti eredmény}}{\text{Eszközök}}$

A ROE és ROA mutatók megmutatják, hogy az adott vállalkozás milyen eredményességgel használja fel a rendelkezésére álló forrásokat, illetve a források révén beszerzett eszközöket (Fazakas, 2009 531. oldal). A ROE mutató azt mutatja meg, hogy a saját tőke (adózás után) mekkora hozamot generál adott időszakban, így a befektetők, részvényesek számára igen nagy jelentőséggel bír. A ROA mutató pedig arra a kérdésre ad választ, hogy a vállalat eszközei átlagosan milyen hozamot biztosítanak. Kiszámítása azonban 4 féle módon történhet. A különböző számítási módszerek abban különböznek egymástól, hogy mindegyik esetben más eredményesség szerepel a nevezőben. ROA mutató számítható úgy, hogy az adózott eredményt/adózás előtti eredményt/ EBIT-et/ EBI-t szerepeltetjük a számlálóban, és ezeket viszonyítjuk a vállalkozás eszközállományához. A különböző módszerek közül én úgy számoltam ROA mutatót, hogy az adózás előtti eredményt osztottam a vállalkozás eszközeivel, ugyanis így lehetőségem nyílt arra, hogy a forrás-felhasználás hatékonyságát vizsgáljam. A másik jövedelmezőségi mutató, a ROE mutató pedig azt mutatja meg, hogy a saját tőke mekkora hozamot generál adott időszakban, így a befektetők, részvényesek számára igen nagy jelentőséggel bír (Fazakas, 2009 531-536. oldalak).

A vállalkozások eredményességének elemzéséhez azért az alábbi mutatókat választottam, mert azáltal, hogy nem számolnak a pénzügyi tevékenység eredményével, a mutatók a vállalkozás alaptevékenységének eredményességét mutatják (ECOSTAT, 2008 27-28 oldalak).

- $EBIT = \frac{\text{Üzemi tevékenység eredménye}}{\text{Értékesítés nettó árbevétele}}$
- $EBITDA = \frac{\text{Üzemi tevékenység eredménye} + \text{Értékcsökkenési leírás}}{\text{Értékesítés nettó árbevétele}}$

Az EBITDA mutató abban különbözik az EBIT-től, hogy az értékcsökkenési leírás hozzáadódik az üzemi tevékenység eredményéhez. Ennek azért van jelentősége, mert így jobban összehasonlíthatók az eltérő tárgyi eszközöket igénylő iparágak, és azok a vállalkozások, melyek az értékcsökkenési leírást eltérő módon számítják. (ECOSTAT, 2008 27-28 oldalak) Megjegyezném azonban, hogy más szakirodalmak a két mutatót másként számítják (EBIT: üzemi tevékenység eredménye, EBITDA: üzemi tevékenység eredménye+ amortizáció), és emiatt célszerűbb lenne az általam választott mutatókat nyereségesség 1 illetve nyereségesség 2 mutatónak nevezni, de a könnyebb fogalmi körülhatárolás miatt továbbra is eredményességességgént értelmezem őket (Fazakas, 2009 556-557).

A vállalkozások tőkestruktúrájának elemzéséhez a vállalkozások saját tőke arányát választottam.

$$\text{Saját tőke arány} = \frac{\text{Saját tőke}}{\text{Összes forrás}}$$

A saját tőke arány megmutatja, hogy az adott vállalkozás mennyire van eladósodva, és mekkora a vállalkozásban rejlő kockázat. A mutató alacsony értéke a vállalat magas eladósodottságát, és magas kockázatát tükrözi, azaz hitelfelvételi lehetőségeik szűkösek, illetve kis mozgásterük van a jövőben esedékes beruházások finanszírozási struktúrájának kialakítása során (Fazakas, 2009 553-555 oldalak).

Célom, hogy a fenti mutatószámok alapján bizonyítsam a következő hipotéziseket:

- Hipotézis 1: tőkeáttétel és a vállalat mérete közt negatív kapcsolat van,
- Hipotézis 2: tőkeáttétel és a vállalat növekedési üteme közt negatív kapcsolat van,
- Hipotézis 3: tőkeáttétel és a vállalat jövedelmezősége közt pozitív kapcsolat van,
- Hipotézis 4: tőkeáttétel és a vállalat likviditása közt pozitív kapcsolat van, valamint
- Hipotézis 5: a tőkeáttétel és a vállalat eredményessége közt pozitív kapcsolat van.

Ha sikerül bebizonyítanom a fenti hipotéziseket, akkor elmondhatom, hogy a kisméretű vállalkozások esetében magas a külső források aránya, és a növekedéssel párhuzamosan ez az arány tovább nő, valamint a már a megállapodottság szakaszában lévő, jövedelmező és eredményes, valamint likviditási problémákkal nem rendelkező vállalatok esetében a külső források aránya csökken. Tehát, ha a fenti hipotéziseket sikerül igazolni, akkor elmondható, hogy a különböző finanszírozási források (belső és külső) hozzáigazíthatók a vállalkozások különböző életszakaszaihoz.

4.4. Elemzési módszer

4.4.1. Korrelációs számítás

Ahhoz, hogy magyarázni lehessen a befolyásoló tényezők tőkeáttételre vonatkozó hatását, korrelációs számítást kell végezni, mely a különböző változók közti kapcsolat irányát és szorosságát jeleníti meg (Sajtos, 2007 204. oldal). A különböző változók közti kapcsolat irányát a korrelációs együttható előjele, szorosságát a korrelációs együttható abszolút értéke mutatja meg (Sajtos, 2007 205. oldal). A korrelációs együttható (r) értéke -1 és $+1$ közt helyezkedik el: az -1 -hez közeli értékek (abszolút értékben) szoros kapcsolatra, a 0 körül mozgó értékek pedig korrelálatlanságra (kapcsolat hiányára) utalnak (Hunyadi – Vita, 2008 193. oldal). Ha:

- $0,0 < |r| < 0,3 \rightarrow$ gyenge kapcsolat,
- $0,3 \leq |r| < 0,6 \rightarrow$ mérsékelt kapcsolat,
- $0,6 \leq |r| < 0,9 \rightarrow$ erős kapcsolat,
- $0,9 \leq |r| < 1 \rightarrow$ nagyon erős kapcsolat van a különböző változók közt (Kovacsics, 1997 181-183. oldalak).

Az abszolút értéknek azért van nagy jelentősége, mert a korrelációs együttható előjeléből a kapcsolat irányára következtethetünk: pozitív irányú kapcsolat esetén a különböző változók egy irányba (ha X nő, Y is nő), negatív irányú kapcsolat esetén pedig ellentétes irányba (ha X nő, Y csökken) mozognak (Hunyadi – Vita, 2008 168. oldal).

A különböző változók közti korrelációs számítást az SPSS elnevezésű program segítségével végeztem, mely során a következő eredményeket kaptam:

11. ábra Korrelációs tábla

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L
A	1											
B	-0,04	1										
C	0,44	-0,05	1									
D	0,03	0	0	1								
E	0,02	0	0	0,24	1							
F	0,15	0,03	0,03	0,03	-0,03	1						
G	0,02	-0,01	0,02	0,02	-0,02	0,16	1					
H	0,01	-0,02	0,01	0,02	0,01	0,07	0,04	1				
I	0	0,03	0	0	0,01	-0,06	-0,02	-0,2	1			
J	-0,01	0,01	0,01	0,02	0,01	-0,03	0,01	-0,02	0,01	1		
K	0	0	0,01	0,01	0	-0,03	0,01	-0,02	0,01	0,96	1	
L	0,04	-0,05	0,06	0,02	0,11	0,14	0,07	-0,05	0,02	0,07	0,05	1

Forrás: Saját szerkesztés

12. ábra Jelmagyarázat

Változók	Jelölés
Saját tőke arány	A
ROE	B
ROA	C
EBIT	D
EBITDA	E
Foglalkoztatottak száma	F
Foglalkoztatottak számának növekedési üteme	G
Árbevétel	H
Árbevétel növekedési üteme	I
Likviditási ráta	J
Likviditási gyorsráta	K
Cég kora	L

Forrás: Saját szerkesztés

A korrelációs számítás révén azonban nem a várt eredményeket kaptam: a különböző tényezők tőkeáttételre gyakorolt hatása tulajdonképpen nulla. Ez azt jelenti, hogy a vállalat mérete, növekedési üteme, likviditása, jövedelmezősége és eredményessége nem befolyásolja a vállalat tőkestruktúráját, illetve finanszírozását. Az elsődleges korrelációs számítás azonban folytonos adatokon, és a tényezők közti lineáris kapcsolaton alapult. Ugyanakkor elképzelhető, hogy megfelelő kategorizálás, egy durvább skála kialakítása révén a mutatók és a tőkestruktúra között mégis kimutatható valamiféle kapcsolat. Az is elképzelhető azonban, hogy a kapcsolatok nem lineárisak, és ennek feltárásához más típusú elemzés szükséges.

Ennek megfelelően a különböző tényezőket a 2. számú függelék alapján kategóriákba soroltam. A kategorizálás során a csoportokat különböző szempontok alapján alakítottam ki. Az eredményességi (EBIT, EBITDA) és jövedelmezőségi (ROE, ROA) mutatókat, a növekedési ütemeket, illetve a vállalat méretét kifejező adatokat úgy kategorizáltam, hogy a különböző csoportok azonos nagyságrendű adatmennyiséget tartalmazzanak.

A likviditási mutatók kategorizálásakor a likviditási mutató és a likviditási gyorsráta csoportosítási szempontjait kettéválasztottam. A likviditási mutató értéke 1,5 körül tekinthető elfogadhatónak: sem a túl magas, sem a túl alacsony érték nem tekinthető optimálisnak. Az általános értelemben vett likviditási mutató esetében, ha a mutató értéke

kisebb, mint 1, akkor a vállalat likviditási helyzete kedvezőtlen, hisz a vállalat forgóeszközei, a rövid távon pénzzé tehető eszközei nem fedezik a vállalat rövid távon esedékes kötelezettségeit. A vállalat likviditási helyzete akkor sem tekinthető kedvezőnek, ha a mutató értéke 1,5-nél jóval magasabb, hisz ez arra enged következtetni, hogy az adott vállalkozás pénze alapvetően forgóeszközökben áll, melyek hozama többnyire alacsonyabb a befektetett eszközök hozamánál (Fazakas, 2009 559-560. oldal). A kategóriák kialakításánál e szempontokat vettem figyelembe: a 1,5-es érték körül intervallumot képeztem: 1 és 3 közt tekintem a mutató értékét elfogadhatónak, 1 alatt/3 felett az adott vállalat likviditási helyzetét negatívan értékelem. A likviditási gyorsráta esetében azonban nem elvárás, hogy a mutató értéke az 1-et meghaladja, nem szükséges, hogy a magas likviditási fokkal rendelkező eszközök önmagukban fedezzék a rövid lejáratú kötelezettségeket (Fazakas, 2009 560-561. oldal). Így ennél a mutatónál a 0,5 körüli értéket tekintem elfogadhatónak, alatta és felette a vállalat likviditási helyzetét kedvezőtlennek tekintem. A befektetett eszközök fedezettsége mutató akkor tekinthető kedvezőnek, ha értéke 1 körül mozog (elvárt), vagy ha meghaladja az 1-et (Kissné, 2000 81. oldal). Így a kategóriákat úgy alakítottam ki, hogy 1 körül intervallumot képeztem (0,95-1,05): az intervallum alatt a mutató értéke kedvezőtlen, felette kedvező helyzetet demonstrál. (Mivel sok esetben negatív eredményeket is kaptam, külön csoportosítottam azokat a vállalatokat, akiknél a mutató értéke negatív értéket vesz fel.) A kötelezettségek és az árbevétel arányát is így módon képeztem: 1 körüli értéket az elvárt kategóriába soroltam, 1 alatt kedvezőtlennek, 1 felett pedig kedvezőnek tekintem a mutató értékét. (Ennek oka: a vállalat kedvező helyzetben van, ha árbevétele fedezi kötelezettségeit.) A saját tőke arány mutatóját és az eladósodottsági rátát azonos módon kategorizáltam. Mindkét mutató esetében a 0,3 és 0,7 közti értékek az elvárt kategóriába tartoznak, felette kedvezőnek, alatta pedig kedvezőtlennek tekinthető a vállalat tőkestruktúrája. A kategorizálás után az alábbi eredményeket kaptam:

13. ábra. Korrelációs tábla

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L
A	1											
B	-0,03	1										
C	0,24	0,68	1									
D	0,22	0,58	0,8	1								
E	0,21	0,46	0,69	0,84	1							
F	0,09	0,14	0,2	0,01	0,11	1						
G	0,08	0,11	0,2	0,13	0,11	0,2	1					
H	0,27	0,24	0,25	0,21	0,18	0,61	0,23	1				
I	0,07	0,36	0,38	0,3	0,3	0,27	0,43	0,35	1			
J	0,58	0,11	0,22	0,18	0,12	-0,07	0,03	0,2	0,02	1		
K	0,49	0,21	0,3	0,27	0,22	0,04	0,06	0,31	0,19	0,63	1	
L	0,09	0,01	0,14	0,04	0,07	0,24	0	0,171	0,05	0,05	0,05	1

Forrás: Saját szerkesztés

A kategorizálást követően valamivel jobb eredményeket kaptam, azonban a különböző tényezők tőkeáttételre gyakorolt hatása - a likviditási mutatókat leszámítva - szintén nullához közeli. A korrelációs tábla szerint a likviditási mutatók és a tőkeáttételi mutatók közt közepes erősségű, pozitív irányú kapcsolat van, ami alátámasztja a korábban megfogalmazott hipotézist, miszerint a tőkeáttétel és a vállalkozások likviditása közt pozitív kapcsolat van.

4.4.2. Faktoranalízis

Mivel a fenti vizsgálódások nem hozták meg a várt eredményt, további statisztikai módszerek (faktoranalízis és klaszterelemzés) segítségével folytattam a munkát. A faktoranalízis olyan statisztikai módszer, mely segíti a különböző változók közti összefüggések feltárását (Sajtos, 2007 246-247. oldal). Az alapvetően kétféle faktorelemzési módozat közül (feltáró és megerősítő) dolgozatomban feltáró jellegű elemzést végeztem, melynek lényege: a különböző tényezők közti kapcsolatok vizsgálata (Sajtos, 2007 247. oldal). Az elemzés előtt azonban meg kellett győződnöm arról, hogy a rendelkezésemre álló adatok alkalmasak-e faktorelemzésre. A Bartlett-teszt 0,000 szignifikancia szint mellett megerősítette, hogy a különböző változók alkalmasak faktoranalízisre –a tényezők közti korrelációk miatt-. A Bartlett teszt nullhipotézise –a különböző tényezők közt nincs kapcsolat- tehát elvethető, mely feltétele a faktoranalízis elvégzésének (Sajtos, 2007 257-258).

A faktoranalízist az úgynevezett Kaiser-kritérium alapján végeztem, mely révén meghatározható a faktoranalízis során alkalmazott faktorok száma, lényege pedig, hogy az elemzés során csak azokat a faktorokat veszi figyelembe, melyek sajátértéke legalább 1 – ha a faktor értéke 1 alá csökken, akkor az információvesztés olyan mértékű, hogy a faktort nem célszerű használni- (Sajtos, 2007 260. oldal). (A faktor sajátértéke mutatja meg, hogy egy adott faktor az összes tényező varianciáját milyen mértékben magyarázza (Sajtos, 2007 260. oldal).) A faktoranalízis eredményeképpen a program a tőkestruktúrát befolyásoló változókat 5 faktorba tömörítette. Mivel az öt faktor kumulált varianciája (73,858) megfelel a 60%-os varianciahányad-kritériumnak, így nincs szükség további faktorok bevonására (Sajtos, 2007 261. oldal).

Ezt követően rotációs eljárást végeztem, mely segítségével „a faktorok által magyarázott variancia arányosabbá tehető és az értelmezés megkönnyíthető” (Sajtos, 2007 266. oldal). A különböző rotációs eljárások közül (hegyesszögű, derékszögű) a derékszögű, azon belül pedig a Varimax módszert választottam, mely során a faktorok nem korrelálnak egymással (Sajtos, 2007 266. oldal). A rotációt követően az első faktorba az EBIT és EBITDA mutatók, a második faktorba a likviditási mutatók, a harmadikba az árbevétel és az árbevétel növekedési üteme, a negyedik faktorba a foglalkoztatottak száma és a foglalkoztatottak számának növekedési üteme, az ötödik faktorba pedig a ROE és ROA mutatók kerültek. Mindezt a 14. ábra szemlélteti.

14. ábra A rotáció utáni faktorsúlymátrix 4 faktor esetén

Változó	1. faktor	2. faktor	3. faktor	4. faktor	5. faktor
ROE	-0,009	0,007	0,127	0,174	0,738
ROI	-0,011	0,012	0,099	0,186	-0,712
EBIT	0,996	0,006	-0,004	0,023	0,003
EBITDA	-0,997	-0,004	0,003	-0,014	0
Foglalkoztatottak száma	0,017	-0,034	-0,1	0,749	0,089
Foglalkoztatottak számának növekedési üteme	0,013	0,024	0,007	0,733	-0,098
Árbevétel	0,007	-0,014	-0,751	0,084	0,005
Árbevétel növekedési üteme	0,001	-0,002	0,775	-0,002	0,026
Likviditási ráta	0,006	0,989	0,008	-0,004	0,001
Likviditási gyorsráta	0,005	0,989	0,007	-0,007	-0,007

Forrás: Saját szerkesztés

A faktorsúlymátrixban található faktorsúlyok a különböző változók és a faktorok közti korrelációt tükrözik (Sajtos, 2007 267-268. oldal). Mivel azonban a faktorsúlyok standard hibája jóval nagyobb a korreláció standard hibájánál, ezért nem értékelhetjük a faktorsúlymátrixban szereplő faktorsúlyokat úgy, mint a korrelációs együtthatókat (Sajtos, 2007 268. oldal). A szakirodalom szerint a faktorsúlyok szignifikanciáját a mintaelemszám is befolyásolja: 250-es minta esetén a faktorsúlyok 0,35 felett, 350 - es minta esetén már 0,3 felett is szignifikánsak tekinthetők. (Sajtos, 2007 268. oldal). Azonban minél nagyobb a faktorsúly abszolút értéke, annál nagyobb jelentősége van az adott változónak a faktor értelmezésében (Sajtos, 2007 268. oldal). Ennek háttérében az alábbi statisztikai összefüggés áll: faktorsúlyok négyzete megmutatja, hogy mennyiben magyarázza a faktor a változó szórását (Sajtos, 2007 268. oldal). Az általam vizsgált 300 cég esetében a faktorsúlyok abszolút értéke magas (jelentősen meghaladják a 0,3-es értéket), melyből arra következtetnek, hogy az adott változóknak nagy szerepük van az adott faktorok értelmezésében.

Fontosnak tartom megjegyezni azonban, hogy a ROE/ROA és az EBIT/EBITDA mutatók esetében a korreláció erőssége közel azonos, a kapcsolat iránya azonban pont ellentétes. Úgy vélem, a kapott eredményt (főleg a ROE, ROA mutatók esetében) nagymértékben torzíthatja, hogy a górcső alá vont vállalkozások közel 1/3 része negatív üzemi eredményt realizált a vizsgált évben. Az EBIT, EBITDA mutatók közti ellentétes irányú kapcsolatban azonban a vállalatok értékcsökkenési leírása is szerepet játszhat, jelentős mértékben torzíthatja az eredményeket. Ennek oka, hogy az EBITDA mutató értéke az üzemi eredmény és az értékcsökkenési leírás összegéből adódik: ha a vállalat veszteséges, de a realizált veszteség az értékcsökkenési leírás értékénél alacsonyabb, akkor az EBITDA értéke pozitív lesz, a veszteséges gazdálkodás ellenére. Ebből pedig arra következtethetünk –ha nem ismerjük a mögöttes számokat-, hogy a vállalkozás eredményes tevékenységet folytat, holott pont ellenkezően.

A fentiek alapján tehát az 1. faktor jelentését leginkább a vállalat eredményessége, a 2. faktor jelentését a vállalat likviditása 3. faktor jelenését az árbevétel és annak növekedési üteme, a 4. faktor jelentését a foglalkoztatottak száma és növekedési üteme, az 5. faktor jelentését pedig a jövedelmezőség határozza meg. A különböző faktorokba (5) tehát azonos számú (2) tényező került, mint a rotációt megelőzően, a sorrend azonban változott. (A korábban 3. faktorba tartozó mutatók - foglalkoztatottak száma és növekedési üteme-, a rotációt követően a 4. faktorba kerültek.) Megjegyezném továbbá, hogy a faktoranalízis révén kapott eredmények miatt az általam korábban megfogalmazott méret

és növekedés kategóriák egybemosódnak. Az elemzés ugyanis egy faktorba tömöríti a foglalkoztatottak számát és annak növekedési ütemét, illetve az árbevételt és az árbevétel növekedési ütemét. Így a későbbiek folyamán nem külön-külön vizsgálom a vállalkozások méretének és növekedési ütemének tőkestruktúrára gyakorolt hatását, hanem összevontan.

Ezt követően a modell magyarázó változóiból faktorokat képeztem, melyet a későbbiek folyamán, a regressziószámításnál használok fel:

15. ábra A magyarázó változókból képzett faktorok

A képzett faktor	Pénzügyi mutatók
Likviditás	likviditási ráta és a likviditási gyorsráta
Eredményesség	EBIT és EBITDA
Jövedelmezőség	ROA, ROI
Méret 1	foglalkoztatottak száma és a foglalkoztatottak számának növekedési üteme
Méret 2	árbevétel és az árbevétel növekedési üteme

Forrás: Saját szerkesztés

4.4.3. Regresszióanalízis

Az eredményváltozók vizsgálata után regresszióelemzést végeztem, mely alapvetően a függő és a független változók közti összefüggéseket vizsgálja (Sajtos, 2007 214. oldal). Arra keresi a választ, hogy van-e kapcsolat a függő és független változók közt, és ha van, akkor a kapcsolat milyen irányú és erősségű (Sajtos, 2007 214. oldal). Alapvetően abban tér a korábban elvégzett korrelációszámítástól, hogy a regressziószámítás keretében meghatározom a függő és független változók körét, melyet a 16. ábra szemléltet.

16. ábra A modell függő és független változói

<i>Függő változók</i>	<i>Független változók</i>	
Saját tőke arány		foglalkoztatottak száma
	Méret 1	foglalkoztatottak számának növekedési üteme
	Méret 2	árbevétel árbevétel növekedési üteme
	Likviditás	likviditási mutató likviditási gyorsráta
	Jövedelmezőség	ROE ROA
	Eredményesség	EBIT EBITDA
	A cég kora	

Forrás: Saját szerkesztés

Céлом, hogy a függő változók (tőkestruktúra) alakulását vizsgáljam a függő változók (a vállalkozás mérete, növekedési üteme, likviditása, jövedelmezősége, eredményessége és kora) függvényében. Az SPSS programban először oly módon végeztem regressziószámítást, hogy függő változónak a saját tőke arányát, független változónak pedig a vállalkozás méretét, likviditását, jövedelmezőségét, eredményességét és korát választottam.

A lefuttatott regresszióelemzést követően az alábbi eredményeket kaptam:

- a Pearson-féle korrelációs együttható értéke (0,27) gyenge kapcsolatra utal
- a determinációs együttható (r^2) alapján a vállalat saját tőke arányát a vállalkozás mérete, növekedési üteme, likviditása, jövedelmezősége, eredményessége és kora 7,3%-ban magyarázza (a modell magyarázó ereje 7,3%-os)
- az F-próba 0,011 szignifikancia szint mellett igazolja a kapcsolat meglétét

A 3. számú függelékben található táblázat alapján pedig azt a következtetést tudtam levonni, hogy a vállalkozás saját tőke arányát valójában a vállalkozás jövedelmezősége befolyásolja, ugyanis a szignifikancia érték csak a jövedelmezőség esetében volt 0,005-nél alacsonyabb, azaz elfogadható. (Emellett megjegyezném, hogy a foglalkoztatottak száma is a 10%-os szignifikancia szinten belül található.)

A regresszióelemzés alapján a jövedelmezőség és a saját tőke arány között negatív kapcsolat van, vagyis a kapott eredmények alapján a vállalat jövedelmezőségének növekedése a saját tőke arány csökkenését feltételezi. Ez azonban nem támasztja alá a korábban megfogalmazott hipotézist, miszerint a jövedelmezőség és a tőkeáttétel közt

pozitív kapcsolat van. Hisz minél jövedelmezőbb tevékenységet folytat egy vállalkozás, annál kevésbé van rászorulva külső forrásokra, és ezáltal magas saját tőkearánnyal rendelkezik. Itt azonban lehetséges, hogy a nehéz helyzetbe kerülő cégek kényszeralkalmazkodási folyamatáról van szó, azaz a csökkenő eredményességet fokozódó külső forrásbevonással kívánják ellensúlyozni. Előfordulhat az is, hogy a vizsgált vállalkozások az előző évek nyereségét használják fel az adott év eredményeinek javításához, a saját tőke csökkenését eredményezi.

4.4.4. Klaszteranalízis

Mivel a fent bemutatott statisztikai módszerek alkalmazása révén kapott eredmények korántsem kielégítőek, tovább próbálkoztam, és klaszterelemzést végeztem. A klaszterelemzés célja, hogy az elemzésbe bevont tényezők közül - különböző szempontok szerint- homogén csoportokat képezzen (Sajtos, 2007 283. oldal). A csoportosítandó változók körét úgy határoztam meg, hogy a vállalkozás méretét, növekedési ütemét, likviditását, jövedelmezőségét, eredményességét leíró, már kategóriákba sorolt mutatók közül kiválasztottam egy mutatót, valamint a cég életkorát –kategóriákban-, és ezek alapján csoportosítottam (5 csoportba) az általam vizsgált cégeket. A vizsgált eredményeit a 17. ábra szemlélteti:

17. ábra A klaszterelemzés eredménye

Változók	Klaszterek				
	1	2	3	4	5
Saját tőke kategóriákban	3,19	2,79	3,05	1,77	2,93
Foglalkoztatottak száma kategóriákban	1,31	1,29	1,3	1,26	4,11
Árbevétel kategóriákban	3,33	2,76	3,03	3,19	4,81
Árbevétel növekedési üteme kategóriákban	1,88	1,26	1,25	1,71	2,33
Likviditási ráta kategóriákban	2,21	1,81	2,1	1,58	1,81
ROE kategóriákban	4,31	1,5	1,57	4,26	3,22
EBIT kategóriákban	3,57	1,71	1,63	1,65	2,67
Cég kora kategóriákban	2,79	1,52	3,59	2,35	3,44
Cégek száma	42	42	63	31	27

Forrás: Saját szerkesztés

Az első csoportba elsősorban azok a cégek kerültek, melyek életkorukat tekintve idősek, árbevételük, illetve annak növekedési üteme magas, kevés munkavállalót foglalkoztatnak, likviditásuk/jövedelmezőségük/eredményességük és saját tőke arányuk magas. Feltehetően e cégek az érettség kezdeti szakaszában helyezkednek el, amit a nagyfokú likviditás támaszt alá leginkább. (Mivel a vállalat kora és mérete közt nincs kapcsolat, a tény, hogy e csoportba tartozó cégek idősek, nem jelenti azt, hogy a cégek az érettség szakaszában lennének.)

A második csoportba tartozó cégek a legfiatalabbak, kevés számú munkavállalót foglalkoztatnak, saját tőke arányuk magas, árbevételük és az árbevétel növekedési üteme azonban alacsony. Emellett ezen vállalkozások jövedelmezősége és eredményessége a legalacsonyabb a többi vállalathoz képest. Épp emiatt úgy gondolom, hogy e cégek feltehetően az indulás szakaszában vannak, amit leginkább az árbevétel alacsony növekedési üteme, és a rossz likviditás támaszt alá. (A magas saját tőke arány pedig igazolja azt a feltételezést, miszerint az induló vállalkozások a magas kockázatok miatt kis eséllyel pályázhatnak külső források bevonására, ami a vállalkozások magas saját tőke arányát feltételezi.)

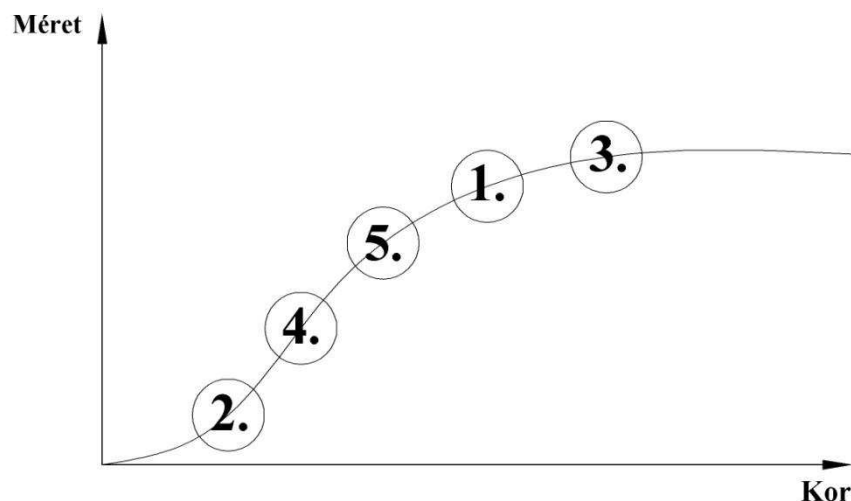
A harmadik csoportba tartozó cégek idősek, szintén magas saját tőke aránnyal rendelkeznek, kevés munkavállalót foglalkoztatnak, viszonylag nagy árbevételt realizálnak, likvidek és az árbevétel növekedési üteme e vállalkozások esetében a legalacsonyabb. Alapvetően abban különböznek az első csoportba tartozó végektől, hogy növekedési ütemük alacsonyabb, valamint jövedelmezőségük és eredményességük is igen alacsony. Az eltérő jövedelmezőség és eredményesség háttérében azonban az eltérő ágazati nyereségesség (a különböző ágazatok más-más nyereségességet produkálhatnak) illetve a nem megfelelő gazdálkodási tevékenység állhat. Véleményem szerint a harmadik csoportba tartozó cégek az érettség szakaszában helyezkednek el.

A negyedik csoportba tartozó cégek viszonylag fiatalok, ők foglalkoztatják a legkevesebb számú munkavállalót, árbevételük, növekedési ütemük magas, azonban likviditásuk és eredményességük egyaránt alacsony (alacsonyabb a 2-es csoport likviditásánál és eredményességénél). Feltehetően e cégek a növekedés kezdeti szakaszán helyezkedhetnek el, amit az alacsony likviditás és saját tőke arány, valamint a magas növekedési ütem is alátámaszt. A magas jövedelmezőség azonban induló vállalkozások esetében meglehetősen szokatlan. Ennek háttérében állhat, hogy a csoportot képező, kezdő vállalkozások az adott ágazatban sikeresen ki tudják használni a még létező piaci réseket, illetve kiszervezés révén növelhetik nyereségüket.

Az utolsó csoportban szereplő cégek árbevétele és növekedési üteme a legmagasabb, alacsony likviditással, de magas eredményességgel és jövedelmezőséggel rendelkeznek, nagyszámú munkavállalót foglalkoztatnak, és viszonylag magas saját tőke aránnyal rendelkeznek. Épp ezért úgy gondolom, hogy e cégek a növekedés szakaszában helyezkednek el.

A klaszterelemzés tehát a cégeket 5 egymástól elkülöníthető csoportra osztotta. A különböző csoportok véleményem szerint elhelyezhetők a vállalkozások életciklus görbéjén, amit a 18. ábra szemléltet.

18. ábra A vizsgált vállalkozások helye az életciklus-görbén



Forrás: Saját szerkesztés

Kiindulópontnak a vállalkozások likviditását tekintettem, azaz első lépésként sorba rendeztem a különböző csoportokat likviditásuk szerint. A végső sorrend kialakítása során azonban a többi tényezőt (saját tőke arány, foglalkoztatottak száma, árbevétel, árbevétel növekedési ütem, jövedelmezőség, eredményesség, kor) együttesen vettem figyelembe. Az életciklus görbe legalsó részén azok a vállalkozások foglalnak helyet, akik likviditása, jövedelmezősége, eredményessége, árbevétele és annak növekedési üteme alacsony. Őket követik, és az életciklus görbe növekedési szakaszának alján foglalnak helyet azok a vállalkozások, akik eredményessége és likviditása továbbra is alacsony, de már magasabb növekedési ütemmel rendelkeznek. E cégeknél a saját tőke arány értékében az is tisztán kivehető, hogy a növekedési szakaszban lévő vállalkozások a saját tőkén felül külső forrásokból is finanszírozzák növekedésüket. Az életciklus görbe növekvő szakaszán e vállalkozásokat követik azon cégek, akik eredményesebbek az előzőknél (4. csoport), de

még mindig alacsony likviditással, de magasabb növekedési ütemmel rendelkeznek. A görbén, a növekedés szakaszának végére, az érettség szakaszának kezdetére azon vállalkozásokat helyeztem, akik eredményesek, jövedelmezőek, nagy likviditással, de már kisebb árbevétellel rendelkeznek, növekedési ütemük azonban még magas. Őket követik azon vállalkozások (érettség szakasza), akik likviditása magas, azonban a növekedési ütemük már alacsonyabb. (E vállalkozások esetében az alacsony jövedelmezőség és eredményesség ipari sajátosságokból is eredhet.)

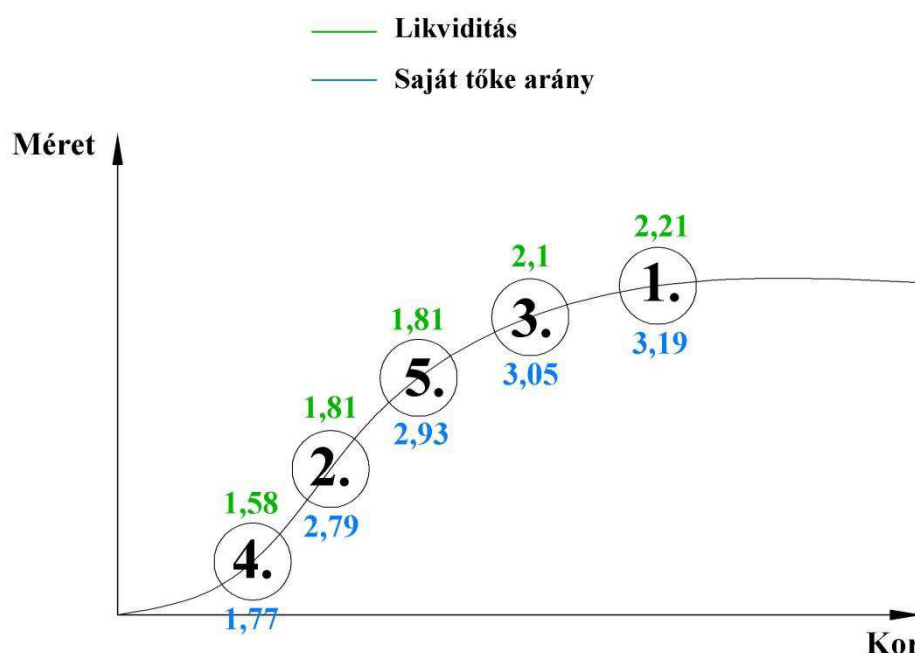
A csoportosítást követően azt vizsgáltam, hogy miként alakul az életciklus görbén elhelyezett vállalkozások tőkestruktúrája. A vizsgálat során arra az eredményre jutottam, hogy a vállalkozások saját tőke aránya egy szűk intervallumon belül mozog, amiből arra következtetek, hogy a vizsgált vállalkozások alapvetően saját forrásokból finanszírozzák működésüket. Ez a jelenség azonban korántsem áll messze a valóságtól, hisz a válságot követően visszaesett a hitelezés volumene. A csoportok esetében kivételt képez a 4. csoport: e vállalkozások növekedésük finanszírozásához külső forrásokat is igénybe tudtak venni.

A vállalat korát a csoportosítás során nem vettem figyelembe, ugyanis a vállalkozások mérete és kora közt nincs összefüggés. Ezt az általam feldolgozott adatbázisból nyert információk is alátámasztják, melyet a 4. számú függelékben található ábra szemléltet.

Azért, hogy bizonyíthassam a korábban megfogalmazott hipotéziseket a tényezőket külön-külön növekvő sorrendbe raktam, és így vizsgáltam a vállalkozások saját tőke arányát. A vizsgálat során az alábbi eredményeket kaptam:

- A vállalkozások likviditása ideális esetben az indulástól az érettség szakaszáig fokozatosan nő. Ha tehát a likviditás alapján helyezem el a különböző csoportokat a vállalkozások életciklus görbéjén, jól látható, hogy a likviditás növekedésével párhuzamosan a vállalkozások saját tőke aránya is nő. Ezt a 19. ábra szemlélteti.

19. ábra A vállalkozások helye az életciklus-görbén, likviditás szerint



Forrás: Saját szerkesztés

- A saját tőke arány és a vállalat jövedelmezősége, eredményessége közti pozitív kapcsolatot, valamint a saját tőke arány és a vállalkozások mérete illetve növekedési üteme közti negatív kapcsolatot azonban a rendelkezésemre álló információk alapján nem tudtam egyértelműen bizonyítani.

Az elemzést azonban tovább folytattam, ugyanis a rendelkezésemre álló adatbázis olyan adatokat is tartalmaz, melyek felhasználásával árnyalhatom a vizsgált vállalkozások gazdasági helyzetéről alkotott képet, és bizonyíthatom a fent elvégzett klaszteranalízis egyik részeredményét, mely szerint vizsgált vállalkozások alapvetően saját forrásokból finanszírozzák működésüket.

Ehhez azonban szükségem volt arra, hogy az alábbi tényezőket is bevonjam a vizsgált változók körébe:

- külső forrás bevonása, bevonási hajlandósága
- export, külföld jelenléte
- legnagyobb három vevő együttes részesedése

A fent felsorolt tényezőket azonban a többi tényezőhöz hasonlóan az alábbi módon kategorizáltam:

20. ábra Az újonnan bevont tényezők kategóriái

Tényező	Kategória	
külső forrás bevonása, bevonási hajlandósága	1	van hitele
	2	nincs hitele
export, külföld jelenléte	1	külföld jelen van
	2	külföld nincs jelen
legnagyobb három vevő együttes részesedése	1	0-25%
	2	25-50%
	3	50-75%
	4	75% felett

Forrás: Saját szerkesztés

A fentiek alapján tehát, új klaszterelemzést végeztem, melynek eredményeit a 21. ábra szemlélteti:

21. ábra Az új klaszterelemzés eredménye

Változók	Klaszterek				
	1	2	3	4	5
Külső források kategóriákban	1,5	1,53	1,38	1,54	1,3
Export kategóriákban	1,65	1,44	1,38	1,25	1,48
Vevők kategóriákban	1,88	1,56	1,5	1,96	1,93
Saját tőke aránya kategóriákban	3	3,5	1,88	1,54	3,18
Foglalkoztatottak száma kategóriákban	4,08	1,26	1,28	1,33	1,27
Árbevétel kategóriákban	4,81	3	2,72	3,13	3,34
Árbevétel növekedési üteme kategóriákban	2,23	1,21	1,5	1,54	1,93
Likviditási ráta kategóriákban	1,88	2,29	1,34	1,58	2,14
ROE kategóriákban	3,23	1,56	1,53	4,46	4,2
EBIT kategóriákban	2,69	1,61	1,69	1,46	3,39
A cég kora kategóriákban	2,92	2,31	1,94	2,13	2,3

Forrás: Saját szerkesztés

Az elemzést követően alapvetően arra az eredményre jutottam, hogy a vállalkozások az életciklus görbén az alábbi módon helyezkednek el:

- A görbe legalsó részén, az indulás szakaszában a 3-as csoportba tartozó cégek helyezkednek el: alacsony növekedési ütemmel és saját tőke aránnyal rendelkeznek, eredményességük és jövedelmezőségük alacsony, kevés számú

munkavállalót foglalkoztatnak, a vevőknek kevésbé vannak kiszolgáltatva, és az export, ha minimálisan is, de jelen van a vállalkozások életében.

- Őket követik, és a növekedési szakasz elején helyezkednek el a 4-es csoportba tartozó cégek, akik már magasabb árbevételt realizálnak, és nagyobb növekedési ütemmel rendelkeznek. Saját tőke arányuk, és jövedelmezőségük magasabb, de a hitelek szerepe is jelentős. Ennek oka lehet, hogy a növekedés finanszírozásához a saját tőkén kívül külső források igénybevétele is fontossá vált.
- A legnagyobb növekedési ütemmel rendelkező, és az életciklus görbe legmeredekebb szakaszán elhelyezkedő cégek az 1-es csoportba tartoznak. E cégek realizálják a legmagasabb árbevételt és ők rendelkeznek a legnagyobb növekedési ütemmel. Mindemellett jövedelmező és eredményes tevékenységet folytatnak, magas saját tőke aránnyal rendelkeznek, nagyszámú munkavállalót foglalkoztatnak, és jelentős exporttevékenységet folytatnak.
- A növekedési szakasz végére az 5-ös csoportba tartozó cégeket helyeztem. Árbevételük növekedési üteme kisebb, az 1-es csoportba tartozó cégek növekedési üteménél, likviditásuk illetve saját tőke arányuk azonban nagyobb. A külső források kisebb mértékben vannak jelen e vállalkozások életében, de az export itt is meghatározó. Az is megfigyelhető, hogy e vállalkozások vevőiknek jobban ki vannak szolgáltatva, mint az 1-es csoportba tartozó cégek. Emellett tevékenységüket is nagyobb eredményességgel végzik (az 1-es csoportba tartozó cégeknél).
- Az érettség szakaszában véleményem szerint a 2-es csoportba tartozó cégek találhatók. E vállalkozások rendelkeznek a legnagyobb saját tőke aránnyal és likviditással, és növekedési ütemük is alacsonyabb. Az export, a vevőknek való kiszolgáltatottság és a külső források megléte e vállalkozásokra is jellemző.

Összességében pedig a klaszterelemzés révén alapvetően arra a következtetésre jutottam, hogy

- a külső források aránya egy bizonyos intervallumon belül mozog - nincsenek kiugró értékek -, amiből arra következtetek, hogy a vizsgált vállalkozások közel azonos mértékben támaszkodnak a rendelkezésre álló belső források mellett külső forrásokra,
- azoknál a cégeknél, akiknek a növekedési üteme magas, ott az export is nagy szerepet játszik,
- valamint a vevőknek való kiszolgáltatottság alapvetően a növekedés szakaszában.

Összefoglalás

TDK dolgozatomban tehát a magyarországi kkv-k finanszírozásával foglalkoztam, a tőkestruktúra vizsgálatán keresztül. Céлом az volt, hogy a kkv szektor finanszírozásának elméletét a gyakorlatban is igazoljam a rendelkezésemre álló adatbázis segítségével. A dolgozat első részében a kis-és középvállalkozások finanszírozásának és tőkestruktúrájának elméleteivel foglalkoztam mélyrehatóbban, dolgozatomban második részében pedig az általam feldolgozott adatbázisban szereplő cégek tőkestruktúráját vizsgáltam különféle statisztikai módszerek segítségével (korrelációanalízis, faktoranalízis, regressziószámítás, klaszterelemzés), hogy bizonyíthassam a kkv-szektor finanszírozási sajátosságait –az életciklus függvényében-.

Annak ellenére, hogy az általam megfogalmazott hipotéziseket nem sikerült maradéktalanul bizonyítani, és az elemzés révén nem várt eredményeket is kaptam (pl. a tőkestruktúrát csupán a jövedelmezőség befolyásolja) dolgozatomban alapvető célját, az életciklus finanszírozás alapvető sajátosságait sikerült bizonyítanom. Az eredmények alakulását azonban a kis mintaszám mellett a negatív üzemi eredmények (a vizsgált cégek közel 20%-a realizált negatív üzemi eredményt a vizsgált évben) is befolyásolhatták, és torzíthatták az elemzés végeredményét. A kapott eredmények azonban igazolták azon feltevéseimet, mely szerint a kezdő vállalkozások, és az érettség szakaszában lévő vállalkozások alacsony kötelezettségállománnyal, és magas saját tőke aránnyal rendelkeznek. Ez azt jelenti tehát, hogy az életciklus görbe kezdeti és végső szakaszán elhelyezkedő cégeket döntő mértékben tőkéből finanszírozzák. Ennek hátterében azonban különböző elméleti megfontolások állnak. Az indulás szakaszában lévő vállalkozások a magas kockázatok miatt csak kis eséllyel pályázhatnak külső források bevonására, a már az érettség szakaszában elhelyezkedő vállalkozások csupán napi likviditási problémáikat orvosolják, elsősorban belső forrásokból.

Ez alapján pedig a hierarchia elmélet alapvető tézisei is igazolódni látszanak, mely szerint a vállalkozások egyfajta preferencia-sorrend alapján alakítják ki tőkestruktúrájukat: a belső forrásokat preferálják a külső idegen forrásokkal szemben, és csak ezek hiányában vesznek igénybe külső saját forrásokat. Azáltal, hogy az érettség szakaszában lévő vállalkozások magas saját tőke aránnyal rendelkeznek, feltehetően nem törekszenek tőkestruktúrájuk optimalizálására, hanem a fenti preferencia-sorrend alapján hozzák meg döntéseiket. Ha ugyanis a vizsgált vállalkozások tőkestruktúrájuk optimalizálására

törekednének, az olcsóbb külső források nagyobb részarányt képviselnének a vállalkozások tőkeszerkezetében.

Annak ellenére, hogy a regresszióelemzés a jövedelmezőség és a saját tőke arány között negatív feltételez, és nem igazolja a hipotézist, mely szerint a jövedelmezőség és a tőkeáttétel közt pozitív kapcsolat van, az eredmények tulajdonképpen összhangban állnak a valósággal. Lehetséges ugyanis, hogy a nehéz helyzetbe kerülő vállalatok csökkenő eredményességüket elsősorban külső források bevonásával kívánják ellensúlyozni, illetve előfordulhat az is, hogy a cégek a korábbi évek nyereségét használják fel tárgyévi eredményeinek javításához, mely a saját tőke csökkenését eredményezi. Szeretném kiemelni azonban, hogy a dolgozat általam megfogalmazott hipotézisei ceteris paribus értendők, vagyis minden más változatlansága mellett értelmezendők, a modellekre jellemző módon, azonban a valóság komplexitása miatt a különböző hipotézisek egymástól elkülönült vizsgálata szinte lehetetlen. Épp emiatt nehéz az általam megfogalmazott feltételezéseket a gyakorlatban igazolni, de mindenesetre biztos kiindulópontot jelentenek a gyakorlat számára.

A kapott eredmények, melyek szerint a vállalkozások elsősorban saját forrásból fejlesztettek a vizsgált időszakban – illetve csak azok a cégek fejlesztettek, akiknek megfelelő árbevételük és likviditásuk volt a növekedéshez, ami a korábbi növekedésből jött-, jól tükrözik a magyarországi kkv-k helyzetét, vagyis a magyarországi hitelpiac befagyását. A válság ugyanis nagymértékben megdrágította a bankok számára elérhető forrásokat, mely a bankok hitelezési hajlandóságának csökkenéséhez vezetett. Ez pedig még tovább rontott a magyarországi kkv-k helyzetén, akiket az exportpiacok elveszése, a kereslet szűkülése és a fokozódó finanszírozási problémák önmagukban is nehéz helyzetbe hoztak.

Irodalomjegyzék

Antal-Pomázi Krisztina (2011): *A finanszírozási források szerepe a kis- és középvállalkozások növekedésében*. Közgazdasági szemle, 58. évf. 3. sz. 275-295. o.

Béhm Imre (1996): *Gazdasági-pénzügyi mutatók gyűjteménye*. Budapest: Novorg Kiadó.

Chittenden, F., Michaelas, N. és Poutziouris, P. (1998): *A model of capital structure decision making in small firms*. Letöltve: Emerald, <http://www.emeraldinsight.com/journals.htm?articleid=873610> 2012. május 8. 256-258. oldalak

Complex Kiadó [é. n.]: 2000. évi C törvény. Letöltve: Complex Hatályos Jogszabályok Gyűjteménye, http://net.jogtar.hu/jr/gen/hjegy_doc.cgi?docid=A0000100.TV 2012.09.21

Cziráki Péter (2007): *A tőkestruktúra empirikus vizsgálata a magyar és az osztrák tőzsdén jegyzett vállalatok körében*. Közgazdasági szemle, 54. évf. 7-8. sz. 703-715. o.

ECOSTAT (2008): *A Versenystatisztika Adatbázis módszertana*. Letöltve: Gazdasági Versenyhivatal, <http://www.gvh.hu/domain2/files/modules/module25/1477538E93ECA2FD9.pdf> 2012. október 07. 27-28. oldalak

Európai Bizottság (2006): *Az új KKV-meghatározás. Felhasználói útmutató és nyilatkozatminta*. Letöltve: Enterprise Europe, http://www.enterpriseeurope.hu/sites/default/files/sme_user_guide_hu.pdf 2012. október 07. 3, 14. oldalak

Fazakas Gergely (2009): *A pénzügyi teljesítmény értékelése*. In: Fazakas Gergely (szerk.): *Bevezetés a pénzügyi és vállalati pénzügyi számításokba*. Budapest: Tanszék Kiadó.

Herczeg Adrienn (2005): *Optimális tőkestruktúra meghatározása a tőkeelmélet fejlődési szakaszaiban*. (Konferencia cikk) Letöltve:

<http://www.avacongress.net/ava2005/presentations/poszter/14.pdf> 2012. április 4. 3-9.oldalak

Hunyadi László- Vita László (2008): *Statisztika I.* Budapest: Aula Kiadó.

Hunyadi László- Vita László (2008): *Statisztika II.* Budapest: Aula Kiadó.

Juhász Lajos (2010): *Vállalkozásfinanszírozás és tőkestruktúra.* In: Herczeg János- Juhász Lajos (szerk.): *Az üzleti tervezés gyakorlata.* Budapest: Aula Kiadó.

Kállay László [é.n.]: *KKV-szektor: Versenyképesség, munkahelyteremtés, szerkezetátalakítás.* TM Műhelytanulmány, 58. sz. Budapest: Budapesti Corvinus Egyetem Vállalatgazdaságtan Intézet.

Katits Etelka (2002): *Pénzügyi döntések a vállalat életciklusaiban.* Budapest: KJK-KERSZÖV Kiadó.

Katits Etelka (2002): *Üzleti ismeretek nem csak közgazdászoknak. Cégalapítás –működés – megszűnés.* Második, átdolgozott kiadás. Budapest: Saldo Kiadó.

Kissné Madák Andrea (2000): *Elemzés. Utánnnyomás.* Dunaújváros: Dunaújvárosi Főiskola Kiadó.

Kovacsics József (1997): *A korrelációs számítás.* In: Kovacsicsné Nagy Katalin (szerk.): *Statisztika.* Budapest: Rejtjel Kiadó.

Központi Statisztikai Hivatal (2011): *A kis- és középvállalkozások helyzete a régiókban.* Letöltve: KSH, <http://www.ksh.hu/docs/hun/xftp/idoszaki/regiok/gyorkkv.pdf> 2012. október 07. 2-5 oldalak

Myers, S. C. (1984): *The capital structure puzzle.* Letöltve: The National Bureau of Economic Research, http://www.nber.org/papers/w1393.pdf?new_window=1 2012. október 28.

Nemzeti Adó- és Vámhivatal (2012): *A beszámoló letétbe helyezési és közzétételi kötelezettsége, valamint elmulasztásának jogkövetkezményei*. Letöltve: NAV, http://www.nav.gov.hu/magyar_oldalak/nav/ugyfelszolg/regiok/nyugat_dunantul/nyugatlunantul/aktualis/beszamolo2012.html 2012. 09.21

Papanek Gábor (2010): *A gyorsan növekvő magyar kis-és középvállalatok a gazdaság motorjai*. Közgazdasági szemle, 54. évf. 4. sz. 354-370. o.

Sajtos László- Mitev Ariel (2007): *SPSS kutatási és adatelemzési kézikönyv*. Budapest: Alinea Kiadó. 266.o.

Salamonné Huszty Anna (2006): *Magyarországi ki- és középvállalkozások életútjának modellezése*. Competitio, 5. évf. 1. sz. 51-68. o.

Sinkovics Alfréd (2010): *Vállalati pénzügyi tervezés*. Budapest: CompLex Kiadó.

Sisa Krisztina (2008): *Összefüggések a vállalat értéke és tőkeszerkezete között Miller-Modigliani nyomán*. . In: Majoros Pál (szerk.): Tudományos évkönyv: Kultúraközi párbeszéd az üzleti világban. Budapest: Budapesti Gazdasági Főiskola. 179-189.o.

Sóvágó Lajos (2007): *Vállalati pénzügyek alapjai*. Budapest: Századvég Kiadó.

Szemán Judit (2005): *Hipotézisek és tapasztalatok a vállalati tőkestruktúráról*. Gazdaságtudományi közlemények: a Miskolci Egyetem Közleményei, 4. évf. 1. sz. 65-73. o.

Szerb László (2006): *Az informális tőkebefektetés és a kockázati tőke szerepe a vállalatok finanszírozásában*. In: Makra Zsolt (szerk.): A kockázati tőke világa. Budapest: Aula Kiadó.

Szerb László (2007): *A kisvállalkozások finanszírozásának speciális esetei*. In: Béza Dániel és társai (szerk.): Kisvállalkozások finanszírozása. Budapest: Perfekt Kiadó.

Szerb László (2008): *A hazai kis- és középvállalkozások fejlődését és növekedését befolyásoló tényezők a 2000-es évek közepén*. Vállalkozás és Innováció, 2. évf. 2. sz. 1-35. o.

Takács András (2009): *Beszámolókészítés- és elemzés*. Második, bővített kiadás. Pécs: PTE-KTK.

Takács András (2009): *Vállalatértékelés a magyar számviteli környezetben*. Budapest: Perfekt Kiadó.

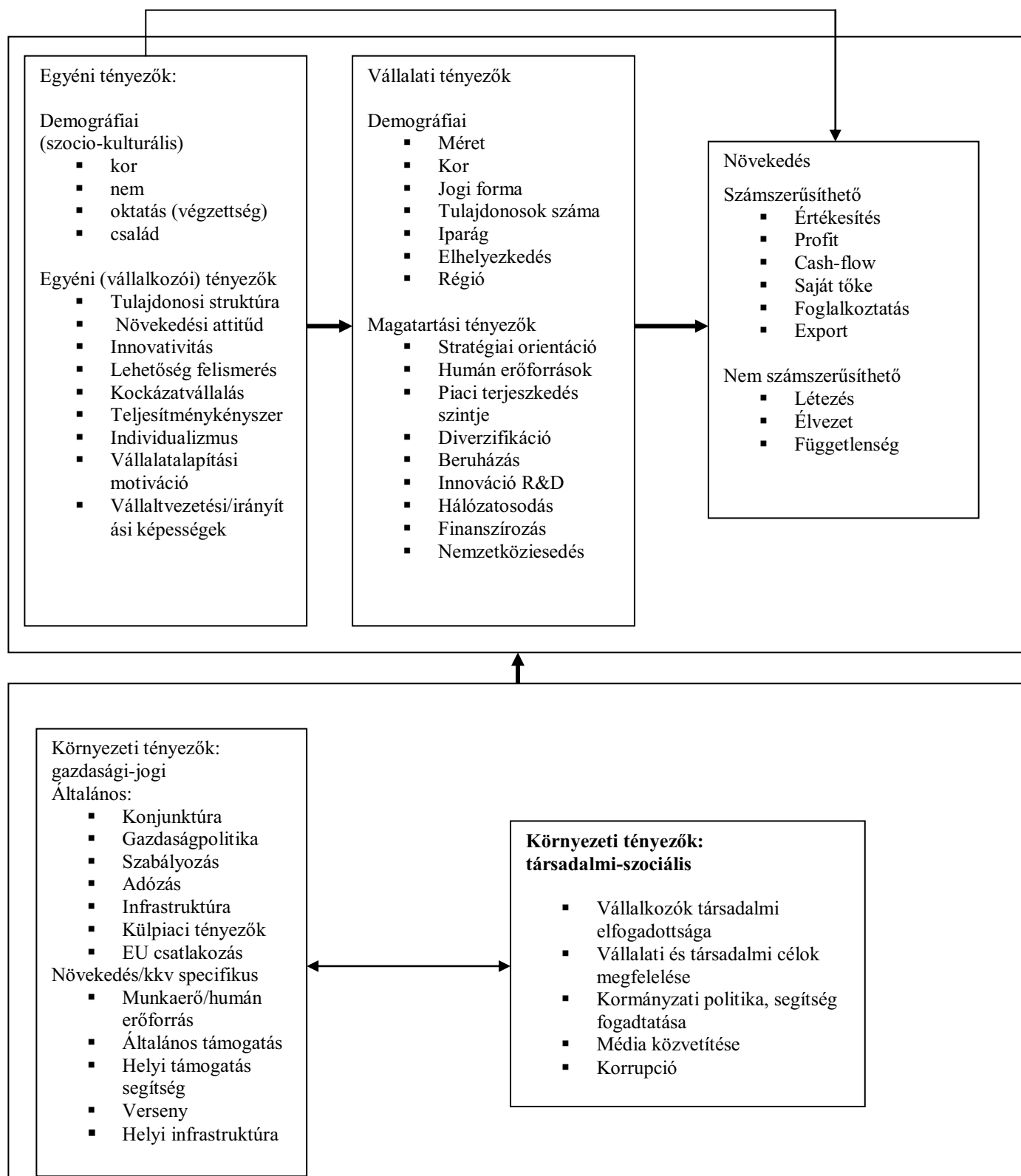
Vecsenyi János (2009): *Kisvállalkozások indítása és működtetése*. Budapest: Perfect Kiadó.

Világgazdaság (2002): *A fedezethiányos kkv-k nehézségei. A kis és középvállalkozások finanszírozása az Európai Unióban és Magyarországon*. Letöltve: Világgazdaság, <http://www.vg.hu/gazdasag/makrogazdasag/a-fedezethianynos-hazai-kkv-k-nehezsegei-26313> 2012. április 24.

Zsupanekné Palányi Ildikó (2007): *A vállalati növekedés a vállalati életciklus-modellek tükrében*. In: Majoros Pál (szerk.): Tudományos évkönyv: Reformok útján. Budapest: Budapesti Gazdasági Főiskola. 45-56. o.

Függelék

1. számú függelék: Kontextuális tényezők



Forrás: Szerb, 2008 14. oldal

2. számú függelék: A tőkestruktúrát befolyásoló tényezők, kategóriákban

Saját tőke arány	1	negatív	Likviditási ráta	1	0-0,99
	2	0-0,29		2	1-2,99
	3	0,3-0,69		3	3 felett
	4	0,7-1			
Eladósodottsági ráta	1	0-0,29	Likviditási gyorsráta	1	0-0,44
	2	0,3-0,69		2	0,45-0,55
	3	0,7 felett		3	0,55 felett
Kötelezettségek/Árbevétel	1	0-0,94	ROA	1	negatív
	2	0,95-1,05		2	0-0,049
	3	1,06 felett		3	0,05-0,09
				4	0,1-0,29
				5	0,3 felett
Befektetett eszközök fedezettsége	1	negatív	ROE	1	negatív
	2	0-0,94		2	0-0,049
	3	0,95-1,05		3	0,05-0,09
	4	1,06 felett		4	0,1-0,29
				5	0,3 felett
Foglalkoztatottak száma	1	0-19	EBIT	1	negatív
	2	20-49		2	0-0,049
	3	50-99		3	0,05-0,09
	4	100-199		4	0,1-0,29
	5	200 felett		5	0,3 felett
Árbevétel	1	0-999	EBITDA	1	negatív
	2	1 000- 9 999		2	0-0,049
	3	10 000- 499 999		3	0,05-0,09
	4	500 000-999 999		4	0,1-0,29
	5	1 milliárd felett		5	0,3 felett
Foglalkoztatottak számának növekedési üteme	1	negatív	Életkor	1	5-8
	2	0		2	9-12
	3	0,1-0,99		3	13-16
	4	1 felett		4	17 felett
Árbevétel növekedési üteme	1	negatív			
	2	10 millió alatt			
	3	10 millió felett			

Forrás: Saját szerkesztés

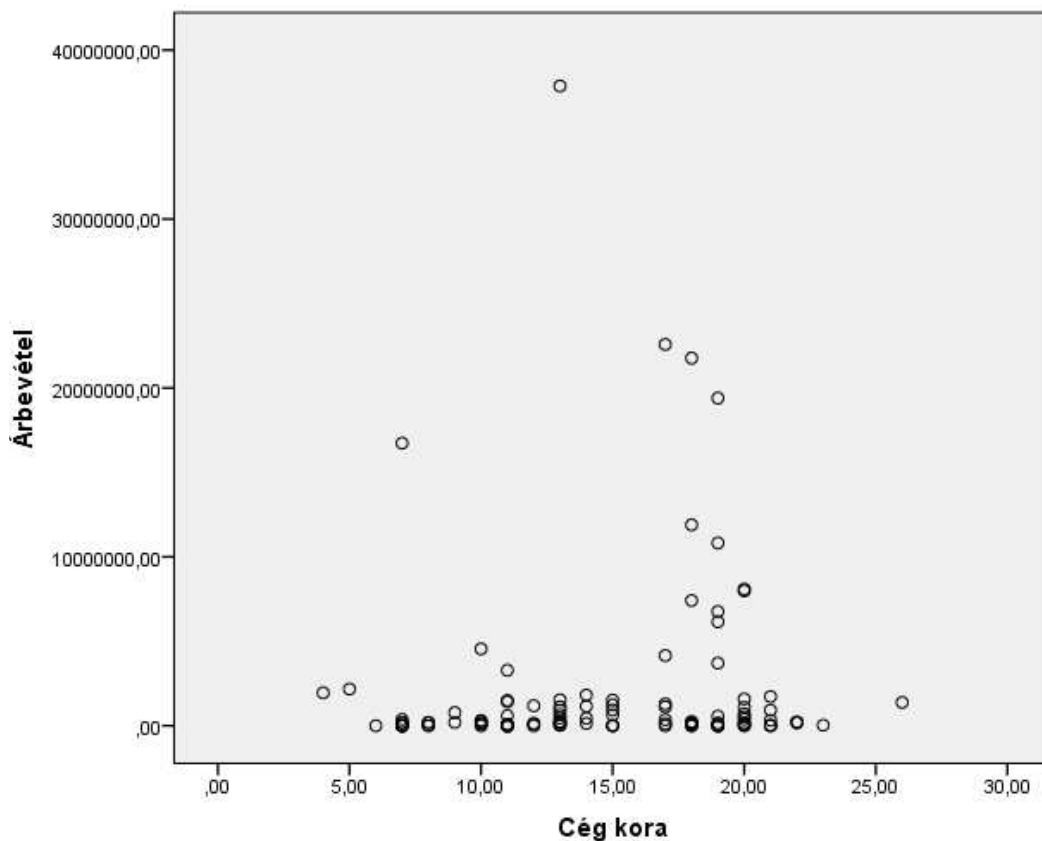
3. számú függelék: A vállalkozás saját tőke arányát befolyásoló tényezők

Coefficients ^a					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	2,696	,173		15,574	,000
Cég kora kategóriákban	,035	,057	,041	,616	,539
Jövedelmezőség	-,189	,061	-,205	-3,119	,002
Eredményesség	,417	,339	,081	1,229	,220
Likviditás	-,064	,057	-,074	-1,124	,262
Árbevétel	-,024	,057	-,028	-,422	,674
Foglaltság	,120	,067	,120	1,796	,074

a. Dependent Variable: saját tőke

Forrás: SPSS program

4. számú függelék: A vállalkozás mérete (árbevétele) és kora közti kapcsolat



Forrás: SPSS program