

OTDK-dolgozat

2025

**BUDAPESTI GAZDASÁGI EGYETEM
PÉNZÜGYI ÉS SZÁMVITELI KAR**



**HAZAI KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALATOK HAGYOMÁNYOS ÉS
ÚJSZERŰ FINANSZÍROZÁSI MÓDSZEREINEK EURÓPAI
ÖSSZEHAISONLÍTÁSA**

**EUROPEAN COMPARISON OF TRADITIONAL AND INNOVATE
FINANCING METHODS FOR HUNGARIAN SMES**

Banai Szilárd Bálint

Dr. Hegedűs Szilárd
Dr. habil. Sági Judit

Kézirat lezárásának dátuma: 2023. november 07.

Tartalomjegyzék

1. BEVEZETÉS	1
2. SZAKIRODALMI ÁTTEKINTÉS	2
2.1. A HAZAI KKV SEKTOR HELYZETE EURÓPAI UNIÓS VISZONYLATBAN	2
2.2 A HAZAI ÉS EURÓPAI KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALATOK FINANSZÍROZÁSI SZOKÁSAI	5
2.3 A HAZAI KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALATOK FINANSZÍROZÁSI TRENDJEI	7
2.4 A HAZAI KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALATOK TŐKESZERKEZETÉT MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐK	10
2.5 EURÓPAI KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALATOK FINANSZÍROZÁSI TRENDJEI.....	13
3. KUTATÁSMÓDSZERTAN	14
4. EREDMÉNYEK	16
4.1 TELJESÍTMÉNYMUTATÓK ALAKULÁSÁNAK VIZSGÁLATA.....	16
4.1.1 Teljesítménymutatók összehasonlítása Nyugat-Európával	16
4.1.2 Teljesítménymutatók összehasonlítása V4-es országokkal.....	18
4.2 DÖNTÉSI FA MODELL VIZSGÁLATOK	20
4.2.1 Magyarország döntési fa modelljének vizsgálata	20
4.2.2 Németország döntési fa modelljének vizsgálata	23
4.2.3 Csehország döntési fa modelljének vizsgálata	25
4.3 MAGYARORSZÁG TELJESÍTMÉNYMUTATÓINAK VIZSGÁLATA	28
4.4 HAGYOMÁNYOS FINANSZÍROZÁSI MÓDSZEREK ÖSSZEHAONLÍTÁSA	31
4.4.1 Nyugat-európai országok hagyományos finanszírozási módszerei	31
4.4.2 V4-es országok hagyományos finanszírozási módszerei	34
4.5 INNOVATÍV FINANSZÍROZÁSI MÓDSZEREK ÖSSZEHAONLÍTÁSA.....	36
4.5.1 Nyugati-európai országok innovatív finanszírozási módszerei	36
4.5.2 V4-es országok innovatív finanszírozási módszerei.....	38
5. KONKLÚZIÓ ÉS JAVASLATOK	41

Táblázatjegyzék

1. táblázat – Magyar kis- és középvállalatok méret szerint csoportosítása	3
2. táblázat - Varianciaanalízis a nyugat-európai kis- és középvállalatok ROA mutatóiról	16
3. táblázat - Pivot-tábla a nyugat-európai kis- és középvállalatok ROA mutatóinak alakulásáról	16
4. táblázat - Varianciaanalízis a nyugat-európai kis- és középvállalatok likviditási mutatóiról	17
5. táblázat - Pivot-tábla a nyugat-európai kis- és középvállalatok likviditási mutatóinak alakulásáról	17
6. táblázat - Pivot-tábla a nyugat-európai kis- és középvállalatok haszonkulcsainak alakulásáról	18
7. táblázat - Varianciaanalízis a V4-es országok kis- és középvállalatok teljesítménymutatóiról	19
8. táblázat - Pivot-tábla a V4-es országok kis- és középvállalatok teljesítménymutatóinak alakulásáról	19
9. táblázat - A magyar KKV szektor hiteleit befolyásoló tényezők döntési fájának becslési táblája.....	22
10. táblázat - A német KKV szektor hiteleit befolyásoló tényezők döntési fájának becslési táblája.....	25
11. táblázat - A cseh KKV szektor hiteleit befolyásoló tényezők döntési fájának becslési táblája.....	27
12. táblázat - Korrelációs tábla a magyar KKV-k ROA mutatóját befolyásoló tényezőkről ...	29
13. táblázat - Korrelációs tábla a magyar KKV-k likviditási mutatóját befolyásoló tényezőkről	30
14. táblázat - Hipotézisekről való döntések	41

Ábrajegyzék

1. ábra - Magyarországon működő vállalatok száma és a vállalatok által foglalkoztatottak létszáma 2020.....	2
2. ábra - Európai Unióban működő vállalatok száma és a vállalatok által foglalkoztatottak létszáma 2020.....	4
3. ábra - A KKV szektor termelékenysége a nagyvállalatokhoz képest.....	5
4. ábra - Finanszírozási korlátokba ütköző vállalkozások aránya.....	6
5. ábra - Az alternatív finanszírozási piacok mérete az egyes európai országokban 2020.....	7
6. ábra - Magyarország KKV szektor finanszírozási forrásokról való tájékozottsága 2022	8
7. ábra - Magyar KKV szektor önbevallásos helyzetmegítélése 2022	9
8. ábra - Magyar KKV szektor önbevallásos helyzetmegítélésének leíró statisztikája 2022	9
9. ábra - Magyar KKV szektor vélekedése a KKV szektor támogattságáról 2022	10
10. ábra – Nyugat-európai kis- és középvállalatok teljesítménymutatóinak alakulása országonként 2022.....	18
11. ábra – V4-es országok kis- és középvállalatok teljesítménymutatóinak alakulása országonként 2022.....	20
12. ábra - Döntési fa a magyar KKV-k hiteleit befolyásoló tényezőkről.....	21
13. ábra - Döntési fa a német KKV-k hiteleit befolyásoló tényezőkről	23
14. ábra - Döntési fa a cseh KKV-k hiteleit befolyásoló tényezőkről.....	26
15. ábra - Vállalatarányos kinnlevő vállalati hitelek összege és aránya nyugat-európai országonként 2020.....	31
16. ábra - Vállalatarányos kinnlevő kis- és középvállalati hitelek összege és hossza nyugat-európai országonként 2020	32
17. ábra - Vállalatok nemteljesítő hiteleinek aránya nyugat-európai országonként 2020.....	33
18. ábra - Vállalatok business-to-business (B2B) fizetési késedelmek nyugat-európai országonként 2020.....	34
19. ábra - Vállalatarányos kinnlevő vállalati hitelek összege és aránya V4-es országonként 2020	35
20. ábra - Vállalatarányos kinnlevő kis- és középvállalati hitelek összege és hossza V4-es országonként 2020.....	36
21. ábra - Kockázati tőkebefektetések összegének és növekedésének alakulása nyugat-európai országonként 2020.....	37
22. ábra - Kockázati tőkebefektetések összegének és növekedésének alakulása V4-es országonként 2020.....	39
23. ábra - Kockázati tőkefinanszírozás a kelet-közép-európai térségben 2020	40

1. BEVEZETÉS

Az alternatív tőkebevonási módszerek és a fintech vállalatok megjelenésével azt látom, hogy új lehetőségek tárulhatnak fel többek között a hazai kis- és középvállalatok számára. A vállalatok jelenlegi finanszírozási környezete gazdasági bizonytalansággal terhelt, és ezért kíváncsi voltam arra, hogy hogyan finanszírozzák magukat a kis- és középvállalatok Magyarországon és más európai országokban. Emellett érdekelt a kis- és középvállalati szektor pénzügyi helyzete és gazdasági szerepe az egyes országokban.

Jelenlegi dolgozatom egy korábbi OTDK-s munkám és egy – az MNB által szervezett program keretein belül - publikált cikkem folytatása.

Kutatásom folyamán számos szakmai kérdés fogalmazódott meg bennem. Ezekből kiemelném a fontosabb kutatási kérdéseimet:

- Milyen változásokon mentek keresztül a kis- és középvállalatok az elmúlt években?
- Mi lehet az oka annak, hogy hazánk – a lehetőségek ellenére – kevésbé hatékonyan alkalmazza az alternatív finanszírozási forrásokat?
- Milyen eltérések, illetve hasonlóságok vannak a magyar és a nemzetközi gyakorlatban?

Vizsgálatom középpontjában az alább meghatározott hipotézisek állnak:

1. Hazánkban a kis- és középvállalatok pénzügyi helyzete jelentősen kedvezőtlenebb, mint más európai kis- és középvállalatoké.
2. A különböző forrásbevonások módját nagyban befolyásolják a pénzügyi teljesítménymutatók.
3. A hazai alacsony alternatív finanszírozási tájékozottság miatt Magyarországon magasabb a pénzügyi hitelek aránya, mint más európai országokban.
4. A hazai kockázati tőkepiac jelentősen elmaradott a további európai uniós országokétól.

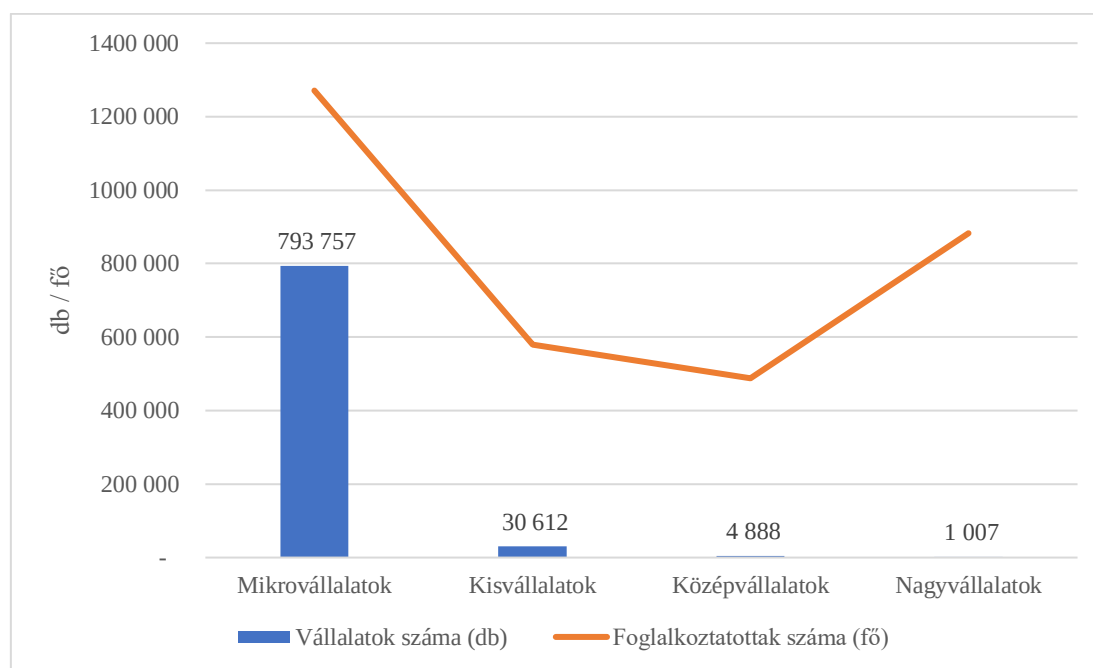
Kutatásom fő célja az, hogy feltárja a hazai kis- és középvállalati szektorban tapasztalható nehézségeket, és ezeket összehasonlítsa az európai helyzettel. Célom továbbá bemutatni a kis- és középvállalatok pénzügyi helyzetét, és áttekinteni a hazai és európai alternatív finanszírozási lehetőségeket. Az ambícióm az, hogy a kutatás segítségével valós megoldásokat kínáljak a hazai szektor sajátos problémáira és kihívásaira, ezzel is támogatva a kis- és középvállalatok fejlődését és sikeres működését.

2. SZAKIRODALMI ÁTTEKINTÉS

2.1. A HAZAI KKV SZEKTOR HELYZETE EURÓPAI UNIÓS VISZONYLATBAN

Magyarországon a regisztrált vállalatok 99,94%-a a kis- és középvállalkozások kategóriájába sorolandóak (KSH, 2023; Banai, 2023a). Amikor a működő vállalatokat vizsgáljuk, ez az arány 99,88%-ra emelkedik. A kis- és középvállalati szektor kiemelkedő gazdasági szerepet játszik Magyarországon. Ez a szektor hozzájárul az ország jövedelemtermeléséhez, segíti a külföldi tőke beáramlását, ösztönzi a beruházásokat, és kulcsfontosságú a munkahelyteremtés és a foglalkoztatottság terén.

Ezen a jelentőség a magyar munkavállalók foglalkoztatottságában is jól érzékelhető, amit az 1. ábra mutat be. A kis- és középvállalati szektor a hazai foglalkoztatottak mintegy háromnegyedét, azaz 72,59%-át foglalkoztatja (KSH, 2021; Banai, 2023a). Ez az adat rámutat arra, hogy a KKV szektor a magyar munkaerőpiac alappillérvé vált.



1. ábra - Magyarországon működő vállalatok száma és a vállalatok által foglalkoztatottak létszáma 2020

Forrás: KSH adatai alapján saját szerkesztés (KSH, 2021; Banai, 2023a)

Magyarországon a kis- és középvállalkozások szabályozását az 2004. évi XXXIV. törvény irányítja. E jogszabály alapján azok a vállalatok minősülnek kis- és középvállalkozásoknak, amelyekre a következő feltételek alkalmazandók:

- A vállalat létszáma nem haladja meg a 249 főt.
- Az éves nettó árbevétele nem éri el az 50 millió eurót, ami a mai forintárfolyamon (2023.11.06.) 18,97 milliárd forintot jelent.
- A vállalat mérlegfőösszege nem éri el a 43 millió eurót, ami a mai forintárfolyamon (2023.11.06.) 16,31 milliárd forintot jelent.
- Az állam vagy az önkormányzat közvetlen vagy közvetett tulajdoni részesedése külön-külön vagy együttesen nem haladja meg a 25%-ot.

Ezen kritériumoknak való megfelelés alapján határozzák meg, hogy egy vállalat kis- és középvállalkozásnak minősül-e Magyarországon.

Az osztályozás a foglalkoztatottak számától függ. A legfeljebb 49 főt foglalkoztató szervezeteket kisvállalkozásoknak tekintik. Ezen belül azok, akik 10 főnél kevesebb embert alkalmaznak, a mikrovállalkozások alcsoportjába tartoznak. A 50–249 fővel dolgozó szervezetek középvállalkozásoknak minősülnek. A Magyarországon működő vállalkozások jelentős része a mikro-, kis- és középvállalkozások csoportjába tartozik, és ezen belül is a döntő többség a mikrovállalatokat képviseli.

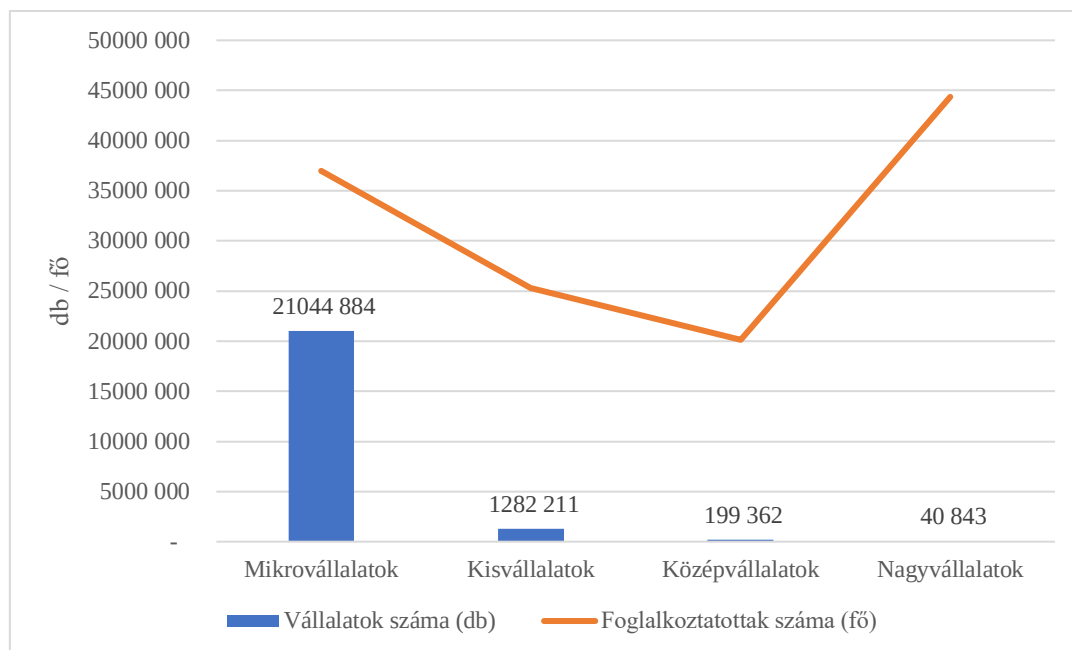
1. táblázat – Magyar kis- és középvállalatok méret szerint csoportosítása

Osztály	Létszám (fő)		Éves nettó árbevétel maximuma		Mérlegfőösszeg
<i>Mikro</i>	0-9	és	2 millió €	vagy	2 millió €
<i>Kis</i>	10-49	és	10 millió €	vagy	10 millió €
<i>Közép</i>	50-249	és	50 millió €	vagy	43 millió €

Forrás: saját szerkesztés a 2004. évi XXXIV. törvény alapján (Banai, 2023a)

Az Európai Unió 27 tagállamában a kis- és középvállalati szektor a foglalkoztatás 65,01%-áért felelős, míg a nagyvállalati szektor 34,99%-ért. Magyarországon a kis- és középvállalatok a foglalkoztatás 72,59%-áért, a nagyvállalatok pedig a 27,41%-áért felelősek. Ennek

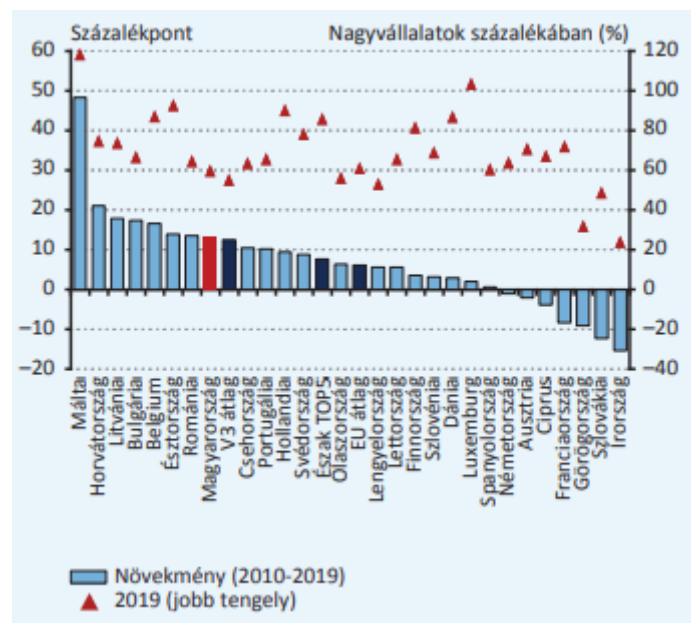
eredményeként hazánkban a KKV szektor a foglalkoztatás terén több mint 10%-kal fontosabb szereppel bír, mint az Európai Unió átlagában. Ezt a különbséget jól szemlélteti az 1. és 2. ábrán látható másodlagos vonal is (European Commission, 2021; Banai, 2023a).



2. ábra - Európai Unióban működő vállalatok száma és a vállalatok által foglalkoztatottak létszáma 2020

Forrás: European Commission adatai alapján saját szerkesztés (European Commission, 2021; Banai, 2023a)

A hazai KKV szektor kiemelkedő szerepét igazolja, a 3. ábra is, ahol a termelékenység vizsgálata látható. A kis- és középvállalati szektor Magyarországon 2010 és 2019 között 13,1 százalékponttal javította termelékenységét, amivel az európai uniós átlagot (6,1%) és a visegrádi országok átlagát is meghaladta. A magyar gazdaság növekedési potenciálját erősen meghatározza a KKV-k és a nagyvállalatok közötti termelékenységi különbség, vagyis a vállalati dualitás. (MNB, 2022)

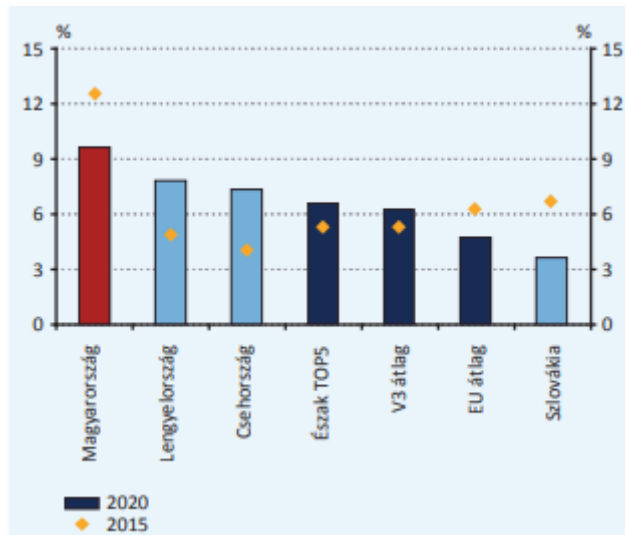


3. ábra - A KKV szektor termelékenysége a nagyvállalatokhoz képest

Forrás: MNB Versenyképességi Jelentés 2022 (MNB, 2022, p. 50.)

2.2 A HAZAI ÉS EURÓPAI KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALATOK FINANSZÍROZÁSI SZOKÁSAI

Az Európai Beruházási Bank beruházási felmérése szerint a 2020-as pénzügyi évben az Európai Unióban működő vállalkozások kevesebb mint 5%-a, míg Magyarországon a vállalatok közel 10%-a szembesült finanszírozási korlátozással. Az előző évhez képest a hazai vállalatoknál mintegy 4 százalékponttal kevesebb cég élt át ilyen nehézségeket. Fontos kiemelni, hogy habár a 4. ábrán látható közel 10%-os arány elsőre nem tűnik kimagaslónak, azonban ezzel az aránnyal hazánk az északi országok, visegrádi országok és az európai uniós országok átlagánál is sajnos jelentősen magasabb aránnyal bír. (MNB, 2022)

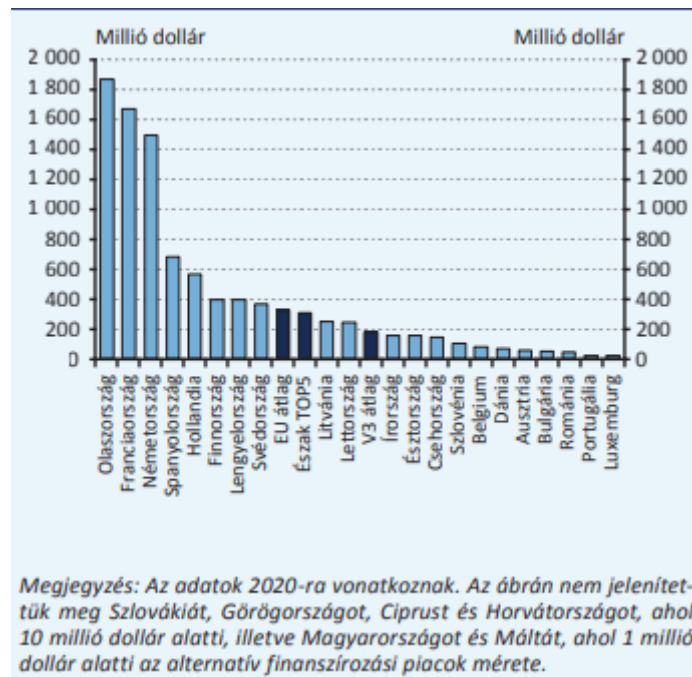


4. ábra - Finanszírozási korlátokba ütköző vállalkozások aránya

Forrás: MNB Versenyképességi Jelentés 2022 (MNB, 2022, p. 35.)

A 2008-as globális gazdasági óta többek között a vállalatok finanszírozási módszerei is nagyban megváltoztak. Előtérbe kerültek az alternatív, újfajta tőkebevonási módszerek, mellyel digitálisan, a pénzintézményeket megkerülve van lehetősége egy vállalatnak forráshoz jutnia. (OECD, 2020)

Az alternatív, online finanszírozási formák egyre népszerűbbek Európában mind a lakossági, mind a vállalati szektorban. Az ilyen típusú finanszírozást nyújtó platformok forgalma az elmúlt években jelentősen növekedett, és 2020-ra az Európai Unióban az ilyen tranzakciók összesített értéke közelítette a 10 milliárd dollárt. Az 5. ábra bemutatja, hogy az online finanszírozás terén az élen járó országok Olaszország, Franciaország és Németország, míg a Visegrádi Négyek országai közül Lengyelország a vezető. Ahogyan azt előző kutatásomban megállapítottam, Magyarországon az alternatív, internetes finanszírozási formák még mindig kevésbé elterjedtek. Bár 2019 és 2020 között több mint 70%-os növekedés volt tapasztalható, a teljes finanszírozási volumen így sem érte el az 1 millió dollárt. (MNB, 2022)



5. ábra - Az alternatív finanszírozási piacok mérete az egyes európai országokban 2020

Forrás: MNB Versenyképességi Jelentés 2022 (MNB, 2022, p. 43.)

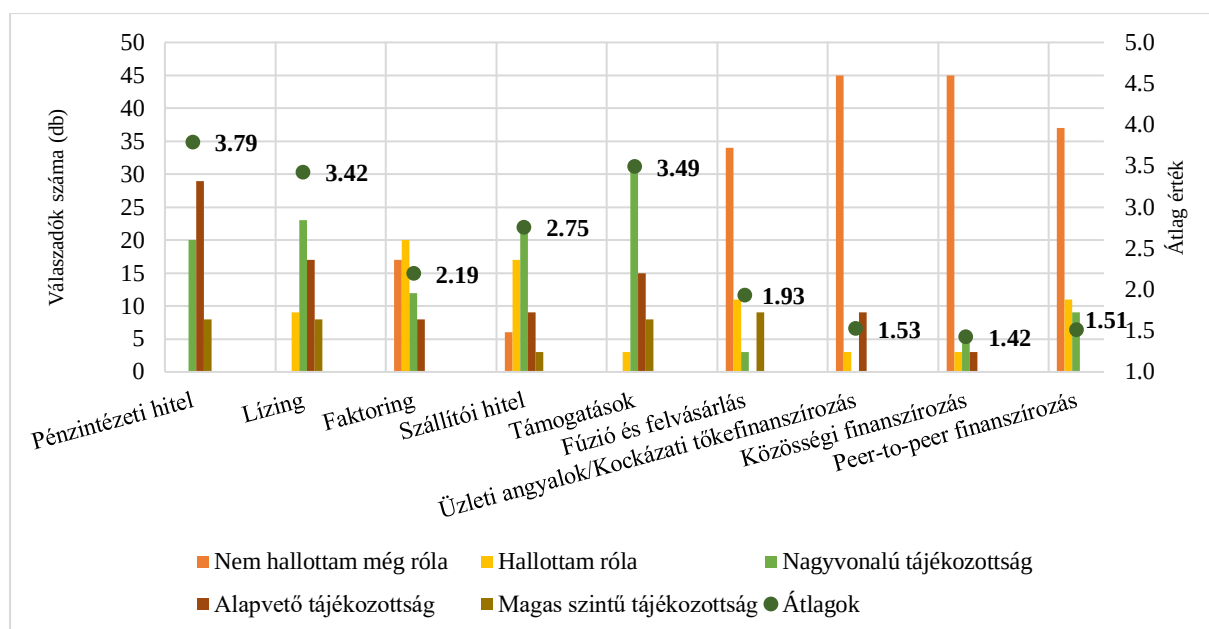
Én azt gondolom, hogy az imént említett két tény, miszerint a magyar kis- és középvállalatok jelentős finanszírozási nehézségekkel szembesültek, illetve a hazai alternatív finanszírozási piac is éppen csak kialakulóban van, kéz a kézben jár. A digitalizáció és innováció által megjelent alternatív lehetőségek lassabb implementálása hazánkban korlátokat szab többek között a kis- és középvállalati szektor tőkebevonási trendjeire, szokásira is. (OECD, 2021b) Erre remek ellenpélda volt Kína, hiszen keleten a 2010-es évek végén rendkívüli növekedés volt tapasztalható a peer-to-peer finanszírozási módszerekben. (World Bank, 2017)

2.3 A HAZAI KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALATOK FINANSZÍROZÁSI TRENDJEI

Az elmúlt tíz évben a fintech vállalatok és alternatív tőkebevonási módszerek megjelenésével sok új lehetőség nyílt a KKV szektor előtt. Ezen inspiráció hatására úgy éreztem, hogy releváns kutatási téma lenne a magyarországi kis- és középvállalatok jelenlegi helyzetének feltárása. Az OTDK kutatásom során azt céloztam meg, hogy mélyebb betekintést nyerjek a hazai KKV szektor pénzügyi ismereteibe, támogatottságába, tendenciáiba, valamint finanszírozási gyakorlataiba.

A szakirodalmi áttekintésből kiderült, hogy a 2010-es évek elején bevezetett Jeremie program és a Hiventures Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. jelentős mértékben hozzájárult a magyarországi KKV szektor támogatásához, ami révén elindult a kelet-közép-európai szintű vállalati finanszírozási kultúrához való felzárkózás. (Banai, 2023a)

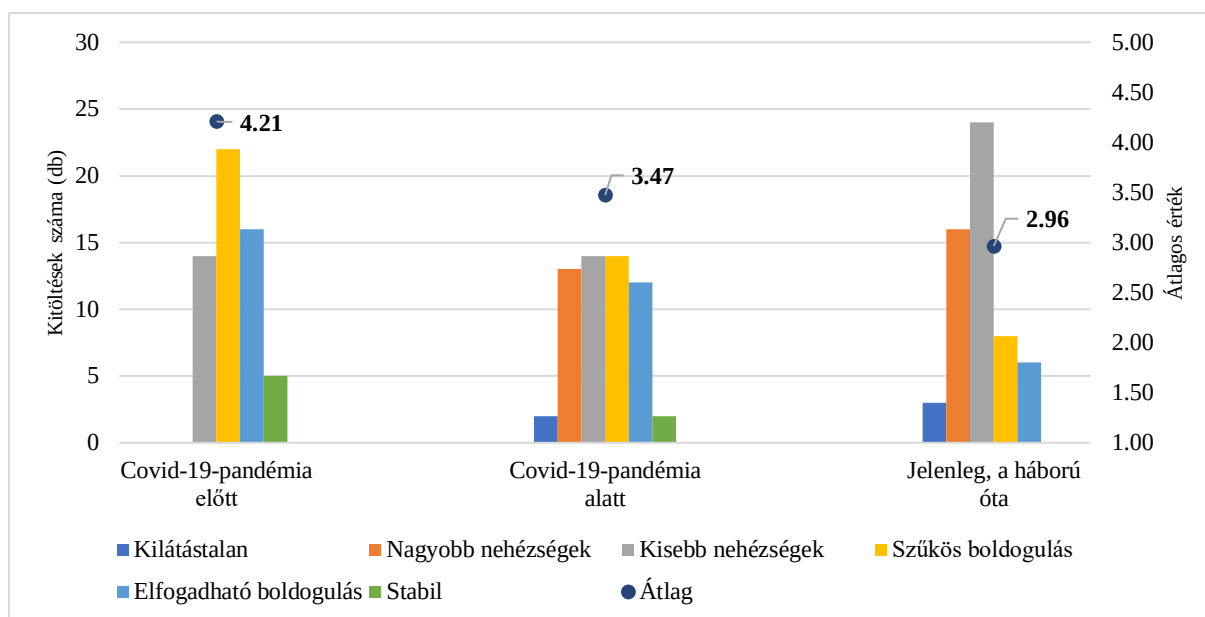
Az eredmények alapján a 7. ábrán egyértelműen látszik, hogy a pénzügyi hitelek a legnépszerűbbek a válaszadók körében. Ugyanakkor meglepő módon a lízing is jelentős népszerűségnek örvendett a megkérdezettek körében. Azonban a vizsgált alternatív finanszírozási módszerekről való tájékozottság rendkívül alacsony szinten alakult. Tehát a kelet-közép-európai régióban való kiemelkedő helyzet ellenére Magyarország közel sem használja ki – a nyugati országokhoz képest – többek között a kockázati tőkefinanszírozás nyújtotta tőkebevonási lehetőségeket.



6. ábra - Magyarország KKV szektor finanszírozási forrásokról való tájékozottsága 2022

Forrás: saját szerkesztés Banai adatai alapján (Banai, 2023a)

Egy további érdekes megfigyelés a 8. ábrán az, hogy a válaszadó kis- és középvállalatok rosszabbnak ítélték gazdasági helyzetüket a jelenlegi, háborúval sújtott időszakban, mint a Covid-19 pandémia idején.



7. ábra - Magyar KKV szektor önbevallásos helyzetmegítélése 2022

Forrás: saját szerkesztés Banai adatai alapján (Banai, 2023a)

Megkérdeztem a vállalatok vezetőit hogyan ítélik meg helyzetüket egy hat szintes skálán az elmúlt nagyjából 5 évben a különböző szituációkban. A 9. ábrán bemutatott leíró statisztikai mutatók, mint az átlag, módusz és maximum értékek is jól szemléltetik a csökkenést.

Hogyan ítéli meg vállalkozása helyzetét...?

	Covid-19- pandémia előtt	Covid-19- pandémia alatt	Jelenleg, a háború óta
Átlag	4,21	3,47	2,96
Maximum	6,00	6,00	5,00
Módusz	4,00	3,00*	3,00

* Több módusz érték is létezik (3 és 4). A kisebbik érték szerepel.

8. ábra - Magyar KKV szektor önbevallásos helyzetmegítélésének leíró statisztikája 2022

Forrás: saját szerkesztés Banai adatai alapján (Banai, 2023a)

A 10. ábrán szintén meglepő volt a véleményük a hazai KKV szektor támogatottságáról, amely lesújtónak mutatkozott.



9. ábra - Magyar KKV szektor vélekedése a KKV szektor támogatottságáról 2022

Forrás: saját szerkesztés Banai adatai alapján (Banai, 2023a)

OTDK-s munkámat összegezve, a magyarországi kis- és középvállalatok helyzete valóban javult az elmúlt évtizedben, de sajnos az alacsony tájékozottsági és támogatottsági szintek miatt továbbra sem tudják teljes mértékben kihasználni az alternatív finanszírozási lehetőségekben rejlő potenciált. (Banai, 2023b)

2.4 A HAZAI KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALATOK TŐKESZERKEZETÉT MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐK

A magyar vállalatok tőkeszerkezetét befolyásoló tényezők különböző belső és külső okokra vezethetők vissza. Ezeket a faktorokat már több tanulmány is vizsgálta, amelyek megpróbálták feltárni, hogy milyen hatást gyakorolnak a tőkeszerkezeti döntésekre. Egy fontos tényező a jövedelmezőség, amelyről kiderült, hogy jelentős hatással van a tőkeszerkezetre (Chandra, 2017; Rahayu et al., 2019; Denziana és Yunggo, 2017; Singh és Bagga, 2019). Általában a magasabb jövedelmezőségű vállalatok kevesebb adóssággal rendelkeznek, és nagyobb mértékben támaszkodnak a részvényfinanszírozásra. Ennek az az oka, hogy a nyereséges vállalatok rendszerint több pénzforrással rendelkeznek, és képesek belső forrásokat előállítani a működésükhöz és befektetéseik finanszírozásához. Ugyanakkor a kevésbé jövedelmező vállalatoknak esetleg több külső forrást kell igénybe venniük pénzügyi kötelezettségeik kielégítéséhez.

Szintén a tőkeszerkezet befolyásoló faktor a vállalat mérete is. Nagyobb vállalatok általában könnyebben férnek hozzá a tőkepiacokhoz, és lehetőségük van részvények vagy hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kibocsátására a tőkebeszerzés céljából (Mvita et al., 2022; Czerwonka és Jaworski, 2021; Denziana és Yunggo, 2017). Emellett a nagyobb vállalatok rendszerint szélesebb körű tevékenységekkel és alacsonyabb üzleti kockázattal rendelkezhetnek, ami vonzóbb lehet a hitelezők és befektetők számára. A vagyon összetétele is fontos tényező a tőkeszerkezet kialakításában. Az olyan vállalatok, amelyek rendelkeznek jelentős mennyiségű tárgyi eszközzel, például ingatlanokkal és berendezésekkel, nagyobb valószínűséggel juthatnak hozzá hitelfinanszírozáshoz, mivel ezek az eszközök fedezetként szolgálhatnak (Djamaluddin et al., 2018). Másrészt az olyan vállalatok, amelyeknek az eszközei között szerepelnek immateriális javak, például szellemi tulajdon vagy márkaérték, valószínűbb, hogy a tőkefinanszírozásra támaszkodnak, mivel ezek az eszközök nehezen értékelhetők, és a hitelezők lehet, hogy nem fogadják el fedezetként.

A tőkeszerkezeti döntéseket befolyásoló egyéb jelentős tényező a bevételek stabilitása. Azok a vállalatok, amelyek rendelkeznek stabil és kiszámítható jövedelemmel, nagyobb valószínűséggel vonzzák az adósságfinanszírozást, mivel a hitelezők kevésbé kockázatosnak ítélik meg őket (Djamaluddin et al., 2018). Másrészt a változékony jövedelemmel rendelkező vállalatoknak nehézségei lehetnek az adósságkötelezettségek teljesítésében, és inkább a tőkefinanszírozás felé hajlanak. A vállalat vagyonához kapcsolódó kockázati szint is hatással van a tőkeszerkezetre. A magasabb kockázatú eszközökkel rendelkező vállalatok esetében gyakran magasabb adósságsszintet találunk, mivel ezzel próbálják ellensúlyozni a megnövekedett kockázatot (Djamaluddin et al., 2018). Ellenben az alacsony kockázatú eszközökkel rendelkező vállalatok valószínűleg alacsonyabb adósságsszintet mutatnak, és nagyobb mértékben támaszkodnak a tőkefinanszírozásra.

A tőkepiac elérhetősége és költsége is meghatározza a tőkeszerkezeti döntéseket. Azok a vállalatok, amelyek olyan piacon működnek, ahol könnyen hozzáférhető a tőke, és alacsony kamatlábak vannak, gyakran hajlamosak az adósságfinanszírozásra (Djamaluddin et al., 2018). Ezzel szemben a szűkös hitelpiacon működő vagy magas kamatlábakkal szembesülő vállalatok inkább a részvényfinanszírozásra támaszkodnak. A vállalatirányítási mechanizmusok és a tulajdonosi szerkezet is jelentős hatással lehetnek a tőkeszerkezeti döntésekre. Kutatások kimutatták, hogy erős vállalatirányítási mechanizmusok, például független testületek és audit bizottságok jelenléte, gyakran konzervatívabb tőkestruktúrákhoz vezet (Li et al., 2008; Khafid & Alifia, 2018). Ezenkívül a vállalat tulajdonosi szerkezete, legyen az családi, állami vagy multinacionális tulajdonú, szintén hatással lehet a tőkeszerkezeti döntésekre (Bank, 2017).

Magyarországon vállalkozásoknál a tőkeszerkezet kialakítására ható tényezők között kulcsszerepet játszanak a jövedelmezőség, a vállalat mérete, a vagyonösszetétel, a jövedelem stabilitása, az eszközök kockázata, a tőke elérhetősége és költsége, valamint a vállalatirányítási mechanizmusok. Ezek a tényezők összetett módon befolyásolják egymást, és vállalatról vállalatra, valamint iparágról iparágra eltérő tőkeszerkezeti döntésekhez vezetnek.

Ezek a hivatkozások különböző empirikus tanulmányokat és elemzéseket mutatnak be, amelyek a magyar vállalatok tőkeszerkezetével foglalkoznak. Kiterjednek a tőkeszerkezeti döntéseket befolyásoló különböző tényezőkre és szempontokra, mint például a jövedelmezőség, az eszközstruktúra, a vállalat mérete, valamint a belső és külső tényezők (Titman és Wessels, 1988; Özkan, 2001; Denziana és Yunggo, 2017; Pangestuti és Tindangen, 2020). Ezek a kutatások bepillantást nyújtanak a tőkeszerkezeti döntések kulcsfontosságú meghatározóiba, valamint ezek hatásába a vállalati értékre és növekedésre (Titman és Wessels, 1988; Özkan, 2001; Denziana és Yunggo, 2017; Pangestuti és Tindangen, 2020).

Emellett néhány hivatkozás részletesen foglalkozik a magyar piac sajátos politikai gazdasági jellemzőivel (Bank, 2017; Leeuwen és Földvári, 2011; Darvas és Simon, 2000; Szabó, 2022). Ezek a források hasznos információval szolgálhatnak a magyar vállalatok tőkeszerkezetét befolyásoló tényezők jobb megértéséhez.

Összefoglalva az empirikus tanulmányokat a magyar vállalatok tőkeszerkezetéről:

Luptak et al. (2016) 2004-től 2013-ig egy francia és magyar bormerelők között végzett vizsgálatot, és megállapította, hogy a tőkeszerkezet alakulását magyarázó tényezők jelentősen eltértek a két ország között.

Bank (2017) az állam és a multinacionális vállalatok szerepét vizsgálta az intézményformálásban Magyarországon. A tanulmány kimutatta, hogy Magyarországon mind az implicit, mind az explicit vállalati társadalmi felelősségvállalás (CSR) bizonyos mintázatai jelen vannak.

Szabó (2022) politikai gazdaságtani elemzést nyújtott a magyarországi és lengyelországi illiberális kapitalizmusról, és általános áttekintést adott az összehasonlító kapitalizmus megközelítéséről.

Leeuwen és Földvári (2011) a magyarországi tőkefelhalmozást és -növekedést elemezte 1924 és 2006 között, különös figyelmet szentelve a humán és fizikai tőke gazdasági növekedésben betöltött szerepére.

Katona (2021) az immateriális javak hatását vizsgálta a magyar cégek növekedésére, és megállapította, hogy a szellemi tőke jelentős hatással volt a magyar iparban működő cégek termelékenységére.

Ezen tanulmányok közös téma a tőkeszerkezet-választást meghatározó tényezők, az intézmények szerepe, valamint az immateriális javak hatása a magyar vállalatok növekedésére és fejlődésére. Hozzájárulnak a magyar piac sajátosságainak és politikai gazdaságtanának jobb megértéséhez.

2.5 EURÓPAI KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALATOK FINANSZÍROZÁSI TRENDJEI

Broyer és kollégái 2022-es kutatásukban megállapították, hogy az európai kis- és középvállalatok hozzáférése a finanszírozáshoz javult, különösen 2014 óta. Ezt a fejlődést részben a laza monetáris politika és a banki tőkét támogató intézkedések segítették elő. Ezenkívül véleményük szerint az új Bázeli III keretrendszer nem fogja szigorítani a kis- és középvállalatok finanszírozási feltételeit, és a bankok számára ez pozitív hatást fog gyakorolni legalább 2032-ig. Emellett a monetáris politika egy ideig továbbra is alkalmazkodó marad - hangsúlyozták a kutatók. (Broyer et. al., 2022; Banai, 2023a)

Amíg a kis- és középvállalatok finanszírozási struktúrája enyhén elmozdult az adósságról, saját tőkéjük növekedése nem volt jelentős. Emellett a bevételeik növekedése is lassú volt, és a finanszírozási feltételek enyhülése az elmúlt évtizedben nem tette lehetővé számukra a gyorsabb növekedést. Ezek az eredmények, valamint más kutatások is azt mutatják, hogy nemcsak a rendelkezésre álló összeg és költség, hanem a finanszírozás típusa is kulcsfontosságú. Mindez rámutat az új finanszírozási alternatívákra, valamint azok jelentőségére és szükségességére a kis- és középvállalatok számára. (Kaili et. al., 2019; Banai, 2023a)

Az alternatív finanszírozási módszerek népszerűsége folyamatosan nő az európai KKV-k körében. Ennek oka részben az, hogy ezek a módszerek gyorsabb és rugalmasabb hozzáférést kínálnak a tőkéhez, és kevésbé függenek a hagyományos banki finanszírozástól (Koreen, 2022). Ezenkívül az európai uniós szinten elfogadott szabályozások és kezdeményezések is támogatják az alternatív finanszírozási formák fejlődését és elterjedését. (European Commission, 2019; Banai, 2023a)

3. KUTATÁSMÓDSZERTAN

A szakmai áttekintés, szekunder kutatás és saját – előbbi - kutatásaim rövid ismertetése után különböző elemzéseket és vizsgálatokat végeztem, amik során leginkább az adatelemzést, szövegelemzést és tartomelemzést alkalmaztam. Az alábbiakban e kutatások keretét, módszertanát ismertetem.

Az Európai Unióban szereplő országok kis- és középvállalatainak beszámolóját az OECD és Orbis adatbázis segítségével értem el. Az Orbis adatbázisban 2022-es beszámolókat elemeztem. Adattisztítást is végeztem, hiszen sok számos vállalatnak a jelentős mutatóik értéke nem volt elérhető, így először ezen vállalatok kiszűrésével kezdtem. Magyarországon kívül európai viszonylatban vizsgáltam a német, holland, svéd, cseh, lengyel és szlovák kis- és középvállalatok teljesítményét. Fontosnak tartom megindokolni miért választottam ezeket az országokat elemzésre. Először is egy egységes európai elemzést nem tartottam szerencsésnek, hiszen ez egy nagyon nagy szórást eredményezett volna és a szélsőértékek torzították volna eredményeimet. A nyugat-európai országokból Németországot a vállalatai és bankjai közötti történelmi jelentőségű szoros kapcsolata miatt, Svédországot a kis- és középvállalatai által kiemelkedő arányban alkalmazott alternatív finanszírozási módszerei miatt, míg Hollandiát az elmúlt pár évben mutatott trendje miatt, hiszen itt éppen ebben az időszakban volt megfigyelhető a banki hitelek arányának jelentős csökkenése és egyidejűleg a különböző újszerű, innovatív források alkalmazási hányadának növekedése. A régióban a Visegrádi Együttműködés országait (későbbiekben: V4-es országok) gondoltam egy korrekt összehasonlítási alapnak (OECD, 2023). Kiemelném a cseh kis- és középvállalati szektor jelentős autóiparát és elektronikai termékeit, valamint az elmúlt években észlelhető innovációs hajlandóságot is (OECD, 2022e), a lengyel kis- és középvállalatok magas számát, ami meghaladja a 2 milliós nagyságrendet is (Statista, 2023), valamint a szlovák KKV szektort, ahol gazdaságot túlnyomórészt a mikrovállalatok jellemzik (OECD, 2021a).

Az Orbis adatbázis kapcsán egy relatív nagy adathalmazzal volt szerencsém dolgozni, ahol több mint 65 000 kis- és középvállalat pénzügyi adata állt rendelkezésemre. Először az adatok leíró statisztika szintű elemzésére a Microsoft Excel nevű szoftvert használtam, majd adatok mélyebb vizsgálatához a különböző statisztikai próbáktól kezdve a kereszttábla-elemzéseken és varianciaanalíziseken át az döntési fáig számos módszert használtam, amihez az SPSS 28.0 programot használtam. Legfőbb mutatók, amiket vizsgáltam a ROA, ROE, likviditási,

eladósodottsági mutatók és még sorolhatnám. Az eredmények vizualizálásra szintén a Microsoft Excel, valamint a Microsoft Power BI nevű szoftvereket használtam.

Az alábbiakban bemutatom a különböző országok kis- és középvállalatának jellemzőit, szokásait, tendenciáit. A kutatási kérdéshez kapcsolódó következtetések és magyarázatok részletezését a későbbi fejezetekben végzem el.

4. EREDMÉNYEK

4.1 TELJESÍTMÉNYSZÁMÍTÓK ALAKULÁSÁNAK VIZSGÁLATA

Először az említett Orbis adatbázison lévő kis- és középvállalatok beszámolóját vizsgáltam. Varianciaanalízissel megvizsgáltam, hogy melyik országok teljesítményszámítói között van tényleges szignifikáns eltérés.

4.1.1 Teljesítményszámítók összehasonlítása Nyugat-Európával

A 2. táblázaton egy hosszútávú teljesítményszámítót szeretnék kiemelni. Ha az adózás előtti eredménnyel számolt ROA mutatók kapcsolatát vizsgálom az említett négy ország fényében, látható, hogy a hazai kis- és középvállalatok ROA mutatói szignifikánsan eltérnek a holland és a svéd KKV-k ROA mutatójától. Ezeknél az összevetéseknél mindenhol 5%, vagy 5% alatt alakult a szignifikancia szint, vagyis Magyarország és Hollandia, illetve Magyarország és Svédország között a ROA mutatók szignifikánsan eltérnek egymástól.

2. táblázat - Varianciaanalízis a nyugat-európai kis- és középvállalatok ROA mutatóiról

Dependent Variable	(I) CTRY	(J) CTRY	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
						Lower Bound	Upper Bound
ROA using P/L before tax 2022	HU	DE	-7,140	3,327	,203	-16,44	2,16
		NL	-8,485*	2,354	,005	-15,07	-1,90
		SE	-10,533*	2,066	,000	-16,31	-4,76

Forrás: SPSS 28.0 program outputtáblája az Orbis adatbázis adatai alapján (Orbis, 2023)

A kapcsolat irányáról pedig a 3. táblázaton látható egyszerű számtani átlag értékek árulkodnak. Szemléletesebb, pontosabb értéknek gondoltam a számtani átlagokat külön-külön is megmutatni, mint a szórás értékeit, tehát a magyar kis- és középvállalatok ROA ráták értékei valóban jelentősen kisebbek voltak a holland és a svéd értékektől.

3. táblázat - Pivot-tábla a nyugat-európai kis- és középvállalatok ROA mutatóinak alakulásáról

Countries	Average of ROA using P/L before tax
DE	13,79
HU	6,65
NL	15,14
SE	17,19

Forrás: saját szerkesztés Orbis adatbázis alapján (Orbis, 2023)

Ha egy hasonló összehasonlítást végzünk, azonban most egy rövidtávú finanszírozási mutatóval, szintén hasonló következtetésekre jutunk. A 4. táblázaton a likviditási mutatókat elemezve egyértelmű, hogy a magyar és holland likviditási mutatók szignifikánsan eltréneek egymástól.

4. táblázat - Varianciaanalízis a nyugat-európai kis- és középvállalatok likviditási mutatóiról

Dependent Variable	(I) CTRY	(J) CTRY	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
						Lower Bound	Upper Bound
Current ratio 2022	HU	DE	-2,963	1,173	,095	-6,24	,32
		NL	-4,821*	1,134	,000	-7,99	-1,65
		SE	-1,421	1,130	,663	-4,58	1,74

Forrás: SPSS 28.0 program outputtáblája az Orbis adatbázis adatai alapján (Orbis, 2023)

Az 5. táblázaton bemutatott leíró statisztikából kiolvasható, hogy Magyarország ismét a legalacsonyabb értékkel rendelkezik, azonban csak Hollandiával összehasonlítva szignifikáns az eltérés. Németország mutatójától is lényegesen eltér a magyar mutató. A kedvezőtlen eredmény ellenére azonban az általánosan „jónak” elfogadott 1-1,5 közötti likviditási mutatót a hazai likviditási érték (2,99) is bőven meghaladja.

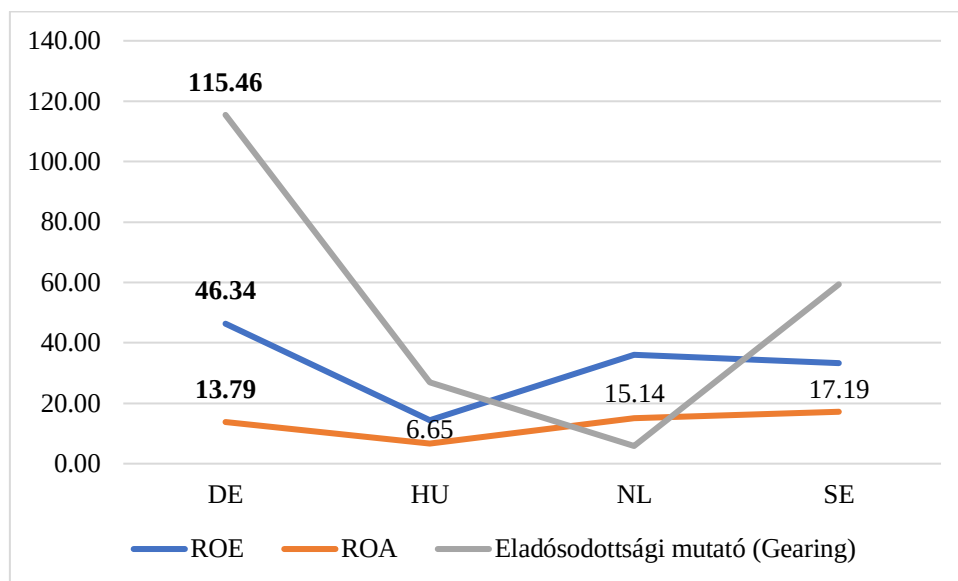
5. táblázat - Pivot-tábla a nyugat-európai kis- és középvállalatok likviditási mutatóinak alakulásáról

Countries	Average of Current ratio
DE	5,96
HU	2,99
NL	7,81
SE	4,41

Forrás: saját szerkesztés Orbis adatbázis alapján (Orbis, 2023)

Amikor a 10. ábrán összevettem néhány fontos teljesítménymutatót, egy érdekességre lettem figyelmes. Míg a németek ROA értéke (13,79) a négy ország közül csak a harmadik volt, addig a ROE (46,34) mutatójuk az első. Ez egy tőkeszerkezeti különbségre vall, mivel a ROA nevezőjében a teljes eszközérték szerepel. Vagyis a német kis- és középvállalatok vannak a leginkább külső forrással ellátva. Ezt a megállapítást az eladósodottsági mutató is igazolja, hiszen Németországnak ezen értéke (115,46) kimagasló a többi nemzethez viszonyítva. Habár Modigliani – Miller I. tétele szerint a vállalat értéke független a vállalati tőkestruktúrától, azaz attól, hogy milyen arányban használ adósságot és saját tőkét a finanszírozásához, ennek ellenére

a német kis- és középvállalatok helyzetét még szeretném külön a 4.2.2-es alfejezetben kifejezni. (Modigliani – Miller, 1958)



10. ábra – Nyugat-európai kis- és középvállalatok teljesítménymutatóinak alakulása országonként 2022

Forrás: saját szerkesztés Orbis adatbázis alapján (Orbis, 2023)

Tehát összességében első hipotézisemet, miszerint: hazánkban a kis- és középvállalatok pénzügyi helyzete jelentősen kedvezőtlenebb, mint az európai kis- és középvállalatoké, nyugat-európai összehasonlításban elfogadtam. Mind a rövid- és hosszútávú teljesítménymutatóknál észlelt szignifikáns eltérések (2., 3., 4., 5. táblázatok), mind a 10. ábrán bemutatott ROA, ROE és 6. táblázaton látható „EBITDA margin”, vagyis haszonkulcs marzs is igazolja a hipotézisemet.

6. táblázat - Pivot-tábla a nyugat-európai kis- és középvállalatok haszonkulcsainak alakulásáról

Countries	Average of EBITDA margin
DE	18,53
HU	8,06
NL	17,23
SE	16,68

Forrás: saját szerkesztés Orbis adatbázis alapján (Orbis, 2023)

4.1.2 Teljesítménymutatók összehasonlítása V4-es országokkal

A 4.1.1-es alfejezethez hasonlóan a V4-es országokkal is elvégeztem az összehasonlításokat, a varianciaanalízis feltételei teljesültek. Összehasonlítottam az országok kis- és középvállalatainak ROA, likviditási gyorsráta („current ratio”) és szolvencia mutatót. Mivel

sehol sem találtam szignifikáns eltérést, így az egyszerűség kedvéért az eredményeket egy táblázatba gyűjtöttem, ez a 7. táblán látható.

7. táblázat - Varianciaanalízis a V4-es országok kis- és középvállalatok teljesítménymutatóiról

Dependent Variable	(I) CTRY	(J) CTRY	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
ROA using P/L before tax 2022	HU	CZ	3,327	,203	-2,16	16,44
		PL	2,848	,974	-9,31	6,62
		SK	2,615	,641	-10,70	3,92
Current ratio 2022	HU	CZ	1,173	,603	-,32	6,24
		PL	,350	,996	-2,84	-,88
		SK	,336	,931	,60	2,48
Solvency ratio (Liability based) 2022	HU	CZ	4,091	,221	-14,21	8,67
		PL	1,054	,849	-10,30	-4,40
		SK	,971	,587	-7,40	-1,97

Forrás: SPSS 28.0 program outputtáblája az Orbis adatbázis adatai alapján (Orbis, 2023)

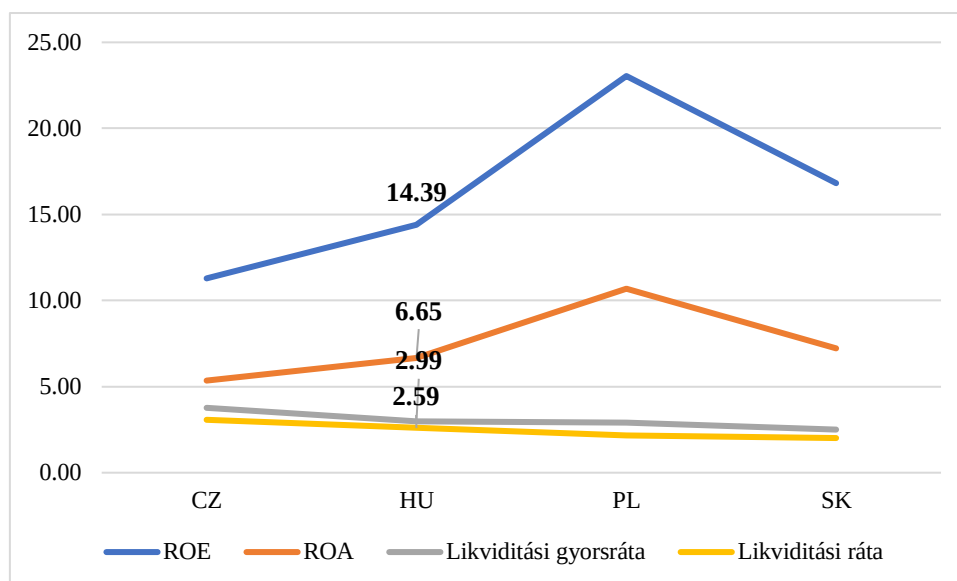
A 8. táblázatban bemutatott leíró statisztikai elemzések illusztrálja, hogy a hazai KKV szektor által produkált teljesítménymutatók valóban nagyjából azonos nagyságrendet képviselnek, mint a további három V4-es ország kis- és középvállalatai.

8. táblázat - Pivot-tábla a V4-es országok kis- és középvállalatok teljesítménymutatóinak alakulásáról

Countries	Average of ROA using P/L before tax	Average of Current ratio	Average of Solvency ratio (Liability based)
CZ	5,35	3,77	42,29
HU	6,65	2,99	44,89
PL	10,69	2,90	44,59
SK	7,21	2,50	36,74
Grand Total	7,47	3,04	41,43

Forrás: saját szerkesztés Orbis adatbázis alapján (Orbis, 2023)

A szemléletesség kedvéért a 11. ábrán a ROA és likviditási gyorsráta mellett bemutatom a ROE és standard likviditási ráta alakulását is a V4-es országokban. Habár Lengyelország esetén észlelhető egy enyhén magasabb átlagos ROA és ROE érték, mint a másik három országban, a varianciaanalízis fényt derített rá, hogy a magyar kis- és középvállalatok mutatói szignifikánsan így sem térnek el a vizsgált országban működő KKV szektor mutatóitól.



11. ábra – V4-es országok kis- és középvállalatok teljesítménymutatóinak alakulása országonként 2022

Forrás: saját szerkesztés Orbis adatbázis alapján (Orbis, 2023)

Így az első hipotézisemet a régiós országok viszonylatában el kellett utasítanom, hiszen a hazai kis- és középvállalatok pénzügyi helyzete jelentősen nem kedvezőtlenebb, mint a V4-es országokban működő kis- és középvállalatoké.

4.2 DÖNTÉSI FA MODELL VIZSGÁLATOK

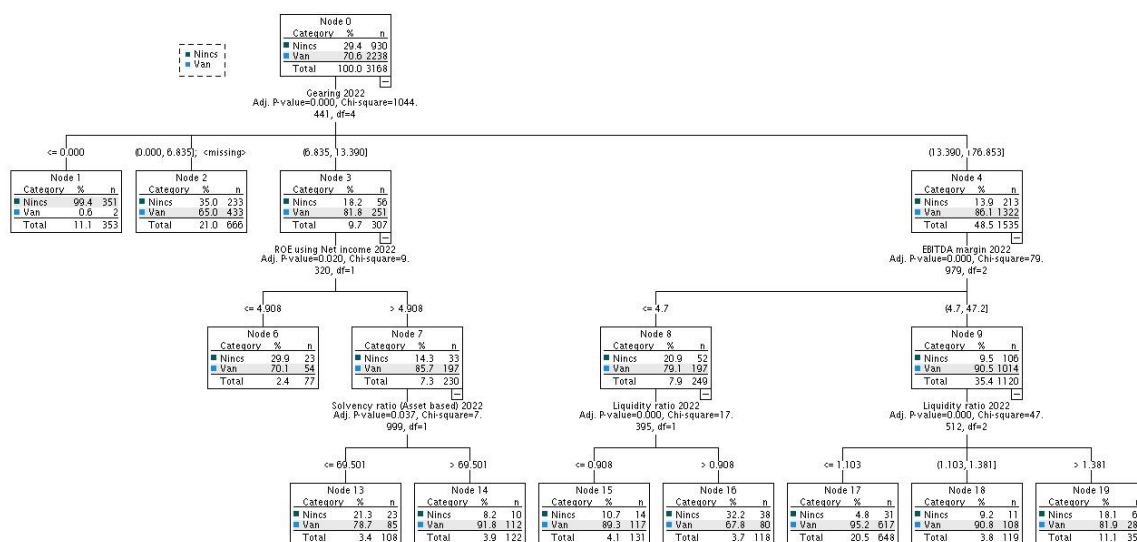
A 4.1-es alfejezetben kifejtett eredmények okán fontosnak tartottam a hazai, nyugat-európai és további V4-es országok kis- és középvállalatait is mélyebb elemzés alá vetni. Kapcsolatokat kerestem a KKV-k forrásbevonásához kötődő változói között. Erre a döntési fát véltem a legjobb módszertani választásnak, így a következő alfejezetekben e módszertan alapján végzek vizsgálatokat. A döntési fákat az Orbis adatbázisok paraméterein alkalmaztam, azonban magam is létrehoztam egy számított változót, melynek a neve „Loan 1/0”, ami az adott vállalat hitelről való rendelkezését jelezte. Ennek a változónak a számításához egy egyszerű feltételt szabtam, ha a vállalat „Loan and other debt”, vagyis a hitel és egyéb adósságok mutatója nagyobb, mint 0, akkor a „Loan 1/0” mutató azt indikálja, hogy a vállalat rendelkezik hitellel, ha ez a feltétel nem teljesül, akkor a vállalat nem rendelkezik hitellel.

4.2.1 Magyarország döntési fa modelljének vizsgálata

2020 harmadik negyedében több magyar bank szigorította vállalati hitelfeltételeit. A legtöbb hitelintézet a szigorúbb feltételeket az iparágspecifikus problémákra, a gazdasági kilátások

romlására és a kockázati tolerancia jelentős változására vezette vissza. A bankok elsősorban a hitelképesség minimális szintjét és a hitelösszeg maximumát szigorították. 2021 első negyedében a hitelezési előírások enyhültek a hitelek futamideje és összege tekintetében. (OECD, 2022a)

Kíváncsi voltam a magyar kis- és középvállalatokat milyen tényezők befolyásolják abban, hogy rendelkeznek-e hitellel, vagy sem, így ennek vizsgálatára létrehoztam egy döntési fa modellt.



12. ábra - Döntési fa a magyar KKV-k hiteleit befolyásoló tényezőkről

Forrás: SPSS 28.0 program outputtáblája az Orbis adatbázis adatai alapján (Orbis, 2023)

Magyarországon a kis- és középvállalatok hitellel való bírását mindenekelőtt eladósodottsági, „gearing” mutató határozza meg. Balról jobbra haladva az első csoportot vizsgálva azokat a vállalatokat láthatjuk, akiknek az eladósodottsági mutatóik nem nagyobbak, mint 0, tehát egyáltalán nincsenek adósságaik. Értelemszerűen ezek a KKV-k 99,4%-ban nem is rendelkeznek hitellel. Néhány vállalatnál nem állt rendelkezésre minden teljesítménymutató, így az eladósodottsági mutató sem. Ezek a vállalatok lettek besorolva a második csoportba is. A hiányos „gearing” mutatóval bíró vállalatok mellett ide soroljuk a 0% és 6,835% közötti eladósodottsággal rendelkező vállalatokat is. Hasonló megállapítás mondható el az említett második csoportról is, mint az elsőről, hiszen a vállalatoknak itt is relatív alacsony hányada bír adósságokkal, a kis- és középvállalatok 65%-a rendelkezik hitellel.

Mindez már nem mondható el a harmadik klaszterről, ahol az eladósodottság már mérsékelt, a „gearing” mutató itt 6,835% és 13,390% között alakul. Ezek a vállalatok már 81,8%-ban rendelkeznek hitellel, amit továbbá a ROE mutatója határoz meg. A ROE-t vizsgálva további két csoportot különböztethetünk meg. Míg az alacsonyabb, legfeljebb 4,908-as ROE értékkel bíró csak 70,1% rendelkezik hitellel, úgy a magasabb, 4,908-ot meghaladó ROE érték esetén

már 85,7%-os valószínűséggel jelenik meg hitelállomány. A magasabb ROE értékű kis- és középvállalatokat analizálva egy utolsó szintet vélhetik felfedezni, ahol a fizetőképesség a szignifikáns indikátor. Ha a szolvencia mutató maximum 69,501% akkor a vállalatok 78,7%-a rendelkezik hitellel, ha azonban a szolvencia mutató meghaladja a 69,501%-ot akkor már kis- és középvállalatok több mint 91%-a rendelkezik hitellel. A mérsékelt eladósodottsági csoporton belül ez az ág, ahol legmagasabb a hitelarány a vállalatoknál.

Áttérve a magas, 13,390% és 176,853% közötti eladósodottsági mutatóval rendelkező KKV-khoz, itt már látható a masszív hitelállomány, hiszen a vállalatok több mint 86%-ának van hiteltörlesztési kötelezettsége. Ezen szűrést tovább bontja az „EBITDA margin”, vagyis haszonkulcs marzs értéke is. Két klaszter különböztethető meg, az első esetén a haszonkulcs marzs nem haladja meg a 4,7%-ot, a második csoportnál ez a hányad 4,7% és 47,2% közé esik. Az előbbi csoportnál a vállalatok 79,1%, az utóbbinál pedig több mint 90%-a rendelkezik hitelekkel. Mindkét csoportot a likviditási mutató értéke alapján további alcsoportokra bonthatjuk. Minél likvidebb egy vállalkozás annál alacsonyabb a hitellel rendelkezés aránya is. Az egyszerűség kedvéért itt a két szélsőséget szeretném kiemelni. Az alacsony haszonkulcs marzsú KKV-k esetén, ha a likviditási mutató értéke meghaladja a 0,908-ot akkor a vállalatok csupán 67,8%-a bír hitelállománnyal, szemben a magas haszonkulcs marzsú kevésbé likvid, legfeljebb 1,103-as likviditási mutatót produkáló vállalatokkal, ahol ez a hányad már meghaladja a 95%-ot is.

A magyar kis- és középvállalatok egyaránt befolyásolják a rövidtávú (likviditási mutató) és hosszútávú (szolvencia mutató, haszonkulcs marzs, ROE) pénzügyi teljesítménymutatók.

9. táblázat - A magyar KKV szektor hiteleit befolyásoló tényezők döntési fájának becslési táblája

Classification			
Observed	Predicted		Percent Correct
	Nincs	Van	
Nincs	393	537	42,3%
Van	39	2199	98,3%
Overall Percentage	13,6%	86,4%	81,8%

Forrás: SPSS 28.0 program outputtáblája az Orbis adatbázis adatai alapján (Orbis, 2023)

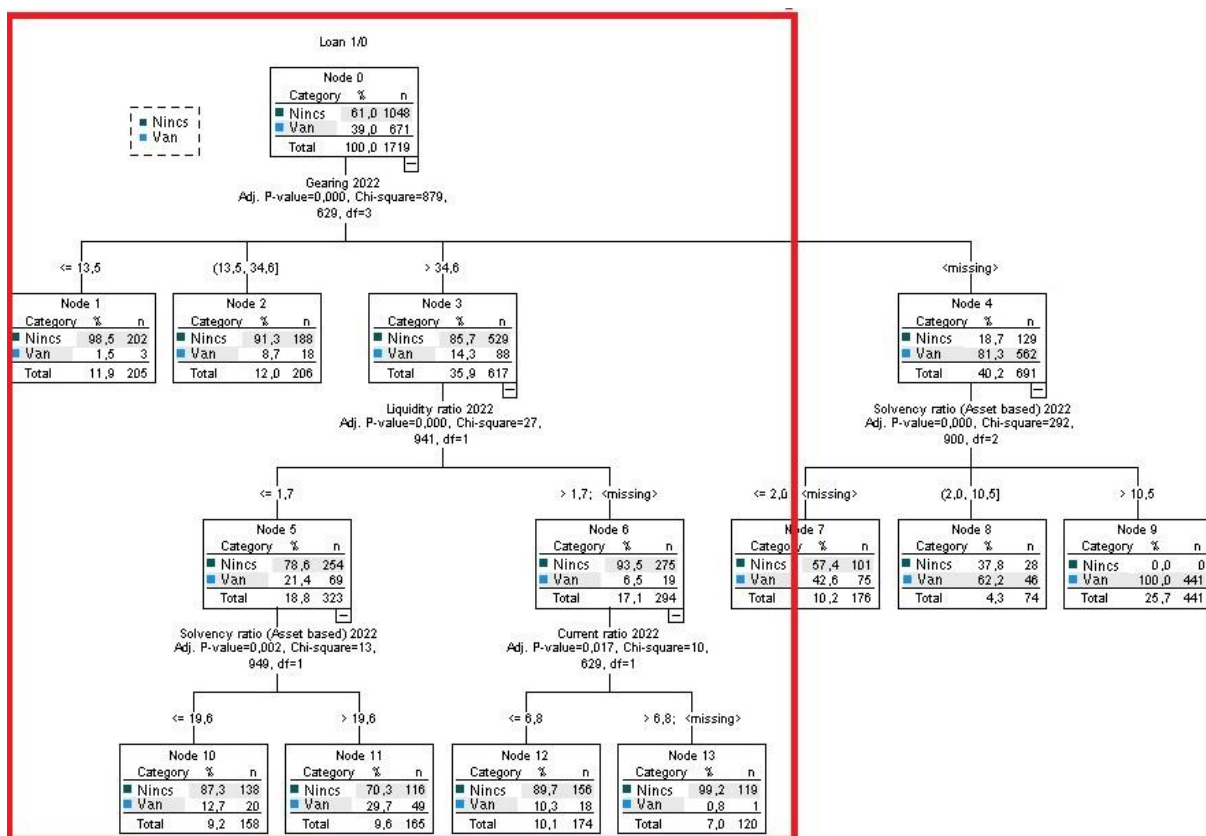
A 9. táblázaton látható, hogy a modell kimagasló biztossággal, 98,3%-ban prognosztizálta helyesen azokat a vállalatokat, akik rendelkeznek hitellel. A másik oldalról azonban ez a hányad csak 42,3% körül alakult, ami azt jelenti, hogy a magyar kis- és középvállalatok hitelről való rendelkezését a döntési fa modell 81,8%-ban becsülte helyesen.

4.2.2 Németország döntési fa modelljének vizsgálata

Németországban a vállalatok banki finanszírozására vonatkozó kultúra jellemzően nagyon erős. A német gazdasági rendszer hagyományosan épül a bankok és a vállalatok közötti szoros kapcsolatokra. A bankok hosszú távú partnereknek tekintik a vállalatokat, és hajlamosak hosszú távú finanszírozási megoldásokat kínálni, például hitelek és hitelkeretek formájában. (OECD, 2022d)

Ez a modell a középvállalatok, különösen a családi vállalkozások számára különösen jellemző. A vállalatok hosszú távú kapcsolatot ápolnak azokkal a bankokkal, amelyeket gyakran generációkon át örökölnék. Ez a kapcsolat alapvető fontosságú a stabilitás és a bizalom megteremtésében a finanszírozási tranzakciók során. (Aiello et. al., 2020)

Így készítettem a német kis- és középvállalatokra is egy döntési fát, amiben arra kerestem a választ, hogy milyen tényezők befolyásolják azt, hogy egy német KKV rendelkezik-e hitellel, vagy sem.



13. ábra - Döntési fa a német KKV-k hiteleit befolyásoló tényezőkről

Forrás: SPSS 28.0 program outputtáblája az Orbis adatbázis adatai alapján (Orbis, 2023)

Elsősorban a hitel meglétét az eladósodottsági mutató határozza meg. Néhány vállalatnál nem állt rendelkezésre minden teljesítménymutató, így többek között az eladósodottsági „gearing” mutató sem. Ezért létrejött egy jobboldali ág is. Azonban, ahol ez elérhető, ott, ha az

eladósodottsági mutató értéke az adott vállalatnál kisebb, mint 13,5%, akkor 98,5%-ban nincs is hitele a vállalatnak, ha 13,5% és 32,6% között alakul az eladósodottság, akkor ez az arány már csak 91,3%, és végül, ha az eladósodottsági mutató meghaladja a 34,6%-os értéket, akkor a vállalatok 85,7%-ának nincsen hitele.

A 34,6% érték feletti eladósodottsági mutatóval rendelkező csoportnál maradván megfigyelhető, hogy itt két csoport különböztethető meg, egyiknél a likviditási mutató 1,7 alatt, míg a másikon ez 1,7 fölött alakul. Alapvetően az 2-es értéket meghaladó likviditási mutató már elfogadhatónak számít, azonban a hitelezők és befektetők általában inkább a 3-as érték körüli mutatókkal rendelkező cégeket finanszíroznak. Jelen vizsgálat esetén, azoknak a cégeknek, melyeknek a likviditási mutatója 1,7, vagy 1,7 alatt alakult, 21,4%-ban rendelkeznek hitellel, míg akiknek a likviditási mutatója meghaladta az 1,7-es értéket, ott csak a vizsgáltak 6,5% rendelkezett hitellel. Ennek a magyarázata az lehet, hogy a likvidebb vállalatoknak nincs nagy szüksége hitelekre, míg a kevésbé likvid vállalatoknál azért magasabb a hitelnek az aránya, mert nagyobb szükségük van rá, illetve a felvett kölcsönt egyúttal nehezebben is képesek visszafizetni.

Tovább bontva a magasabb hitelarányral rendelkező vállalatokat, láthatjuk, hogy itt a fizetőképesség, a szolvencia mutató a meghatározó. Ha a szolvencia mutató 19,6%-nál kisebb vagy egyenlő, akkor a vállalatoknak csak a 12,7%-a rendelkezik hitellel. A hitellel rendelkezők aránya a 19,6%-nál nagyobb szolvencia mutatónál jelentkezik, ekkor a vállalatoknak a közel 30%-ának van hitelállománya.

A másik ágon pedig, ahol a likviditási ráta magas volt, így kevésbé volt szükségük a vállalatoknak hitelre, az alsó szint meghatározó indikátora a gyorsráta, „current ratio”, ami szintén egy likviditási mutató. A „current ratio” és a „liquidity ratio” között a különbség, hogy míg a „current ratio” tartalmazza a készleteket is, addig a „liquidity ratio” nem. Ezért is a már említett „megfelelő” érték a „liquidity ratio”-nál 2-től kezdődött, addig ez a „current ratio”-nál 1 fölött alakul. A két mutató hasonlóságából adódóan érthető is, hogyha a kevésbé hiteligényes vállalatoknál a „current ratio” is 6,8 fölött alakul akkor szinte biztos, hogy nem lesz a vállalatnak hitele. Mindössze 1 vállalat rendelkezett ilyen esetben kölcsönrel, ami kisebb mint 1%-os arány.

Vagyis összességében kijelenthető, hogy a német kis- és középvállalatok hitellel való rendelkezését leginkább a rövidtávú pénzügyi teljesítménymutatók határozták meg.

10. táblázat - A német KKV szektor hiteleit befolyásoló tényezők döntési fájának becslési táblája

Classification			
Observed	Predicted		
	Nincs	Van	Percent Correct
Nincs	1020	28	97,3%
Van	184	487	72,6%
Overall Percentage	70,0%	30,0%	87,7%

Forrás: SPSS 28.0 program outputtáblája az Orbis adatbázis adatai alapján (Orbis, 2023)

A 10. táblázaton látható, hogy a modell 97,3%-ban találta el azokat a vállalatokat, akiknek valóban nincsen hitele, míg 72,6%-ban azokat, akik ténylegesen rendelkeznek hitellel. Ez összességében egy 87,7%-os pontosságot jelent, ami egy ekkora adathalmaznál egy relatív pontos prognózist jelent.

Második hipotézisemről, vagyis, a különböző forrásbevonások módját nagyban befolyásolják a pénzügyi teljesítménymutatók, a következőkben fogok dönteni. Mivel a pénzügyi hitelek létét befolyásolták az eladósodottsági és különböző likviditási mutatók is, azonban ez csak Németországnál volt kimutatható, így az említett, második hipotézisemet nyugat-európai viszonylatban csak részben tudtam elfogadni.

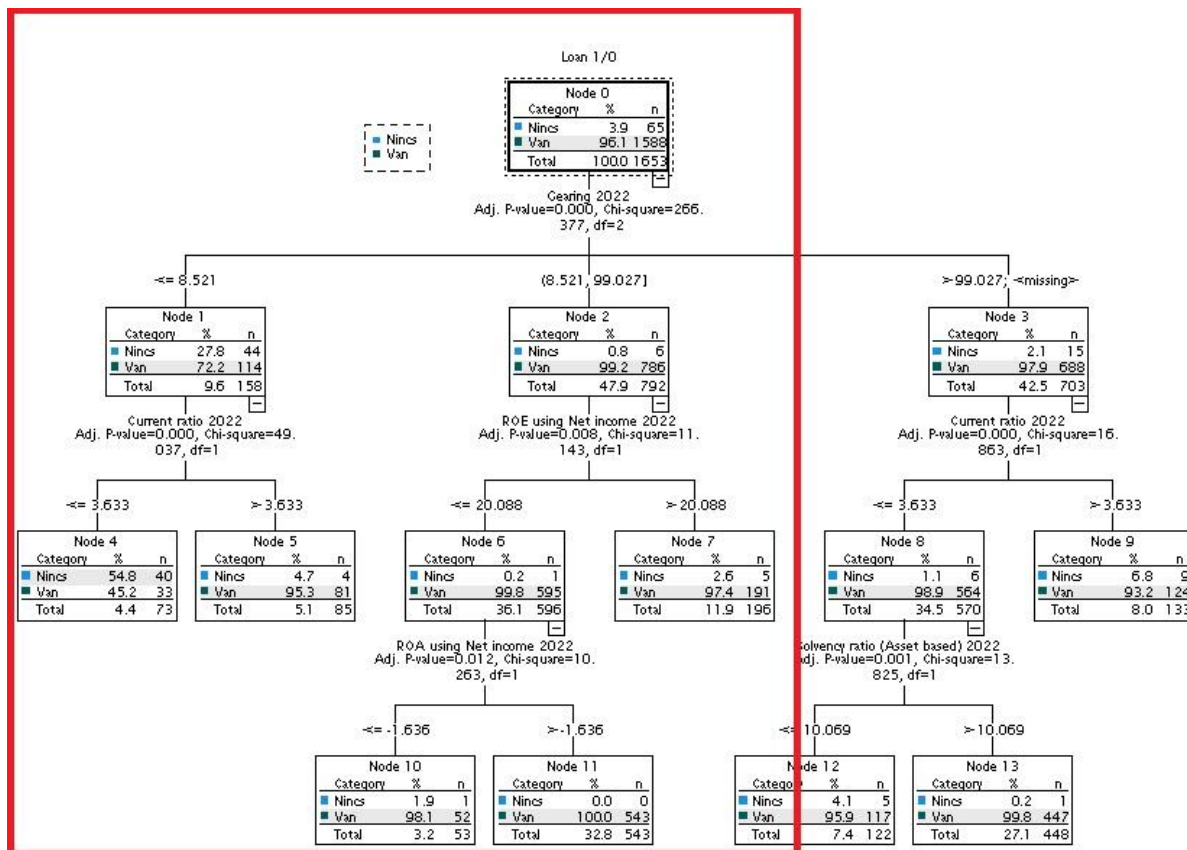
4.2.3 Csehország döntési fa modelljének vizsgálata

Csehországban a nem pénzügyi vállalkozásoknak nyújtott új hitelek volumene a válság előtti (2009 előtti) időszakhoz képest alacsonyabb szinten maradt. Hosszú távon úgy tűnik, hogy a vállalatok arra törekszenek, hogy optimalizálják mérlegüket, és saját finanszírozási forrásaikat használják fel működési és beruházási kiadásaikra. A hosszú lejáratú hitelek iránti növekvő kereslet mellett az új hiteleket különösen az egyesülések és felvásárlások, az átszervezések, valamint az adósság és a fix beruházási kiadások finanszírozására használják fel.

Mivel a referencia-időszakban az új kis- és középvállalati hitelek nagyobb mértékben zsugorodtak, mint az új vállalkozói hitelek, a KKV-hitelek aránya az összes új vállalkozói hitelen belül a 2008-as 23,9%-ról 2020-ra 20,3%-ra csökkent. Ezt a tendenciát két tényező okozza. Először is, a bankok szigorúbb hitelkockázat-kezelési szabályokat vezettek be, magasabb követelményeket támasztottak a hitelfelvevők pénzügyi egészségével szemben, és magasabb hitelbiztosítékokat kértek. Másrészt a vállalkozók alacsonyabb megrendelési volumenekkel szembesültek, és a bizonytalan gazdasági fejlődéstől való félelem a saját források

hatékonyabb felhasználási módszerei mellett a hitelezéssel kapcsolatos diszkrécióhoz vezetett. (OECD, 2022e)

Végül de nem utolsó sorban a cseh kis- és középvállalatok hiteleit befolyásoló paraméterekre is alkottam egy döntési fa modellt.



14. ábra - Döntési fa a cseh KKV-k hiteleit befolyásoló tényezőkről

Forrás: SPSS 28.0 program outputtáblája az Orbis adatbázis adatai alapján (Orbis, 2023)

Csehország esetén is a hitel meglétét elsődlegesen az eladósodottsági, „gearing” mutató határozza meg. Némely kis- és középvállalatnál nem állt rendelkezésre az eladósodottsági „gearing” mutató sem, vagy rendkívül magas értéke volt annak, ezen KKV-k okán látható egy jobboldali ág is. Ha az értelmezhető mutatókkal rendelkező vállalatok vizsgáljuk, akkor két csoportot különíthetünk el. Amikor az eladósodottsági mutató értéke egy vállalatnál kisebb, mint 8,521%, akkor 27,4%-ban nincs is hitele a vállalatnak, ha az eladósodottság 8,521% és 99,0271 között alakul, akkor ez az arány már csak 0,8%.

A magas eladósodottsági mutatóval rendelkező csoportnál maradva megfigyelhető, hogy további két csoport különböztethető meg. A meghatározó paraméter itt a ROE mutató. Az első csoportnál, ahol a ROE mutató 20,088 alatt alakul, a KKV-knak csupán 0,2%-a nem rendelkezik hitellel, míg a másik csoportnál, ahol a ROE mutató 20,088 fölött ingadozik, a

vállalatoknak 2,6% nem rendelkezik hitellel, ami szintén alacsony hányad, de jelentősen magasabb arány, mint az alacsony ROE-val bíró KKV-k esetén.

Az alacsony ROE-val rendelkező kis- és középvállalatok még a ROA mutató szerint tovább bonthatóak. Mivel csak egyetlen egy vállalat nem rendelkezett hitellel az alacsony ROE-val bíró vállalatoknál így ezt a megoszlást egy mondatban szeretném csak részletezni. Ennek a vállalatnak alacsonyabb volt a ROA mutatója, mint 1,636, tehát azok a vállalatok, ahol a ROA mutató 1,636-nál magasabb volt, mind rendelkeztek hitellel.

Visszatérve a másik ágra, ahol az eladósodottság 8,521%-nál alacsonyabbnak bizonyult, és a vállalatok relatív magas hányada nem rendelkezett hitellel a likviditási gyorsráta bizonyult a következő meghatározó paraméternek. Amikor a likviditási gyorsráta, „current ratio” alacsony, legfeljebb 3,633-es értéket produkált, akkor a vállalatoknak több mint fele nem rendelkezett hitellel, amit a bankok szigorú hitelezési feltételei magyarázhatnak, hiszen, ha a likviditási gyorsrátája a vállalatnak 3,633 felett alakult, már a vállalatok csak a kevesebb, mint 5%-a nem rendelkezett hitellel.

Megállapítható, hogy a cseh kis- és középvállalatok hitellel való rendelkezését mind a rövidtávú (likviditási gyorsráta), mind a hosszútávú (ROA, ROE) pénzügyi teljesítménymutatók meghatározzák.

11. táblázat - A cseh KKV szektor hiteleit befolyásoló tényezők döntési fájának becslési táblája

Classification			
Observed	Predicted		Percent Correct
	Nincs	Van	
Nincs	40	25	61,5%
Van	33	1555	97,9%
Overall Percentage	4,4%	95,6%	96,5%

Forrás: SPSS 28.0 program outputtáblája az Orbis adatbázis adatai alapján (Orbis, 2023)

A 11. táblán szemléltetem, hogy a döntési fa modell pontossága Csehország esetén bizonyult a legpontosabbnak, hiszen itt összességében 96,5%-os bizonyossággal becsült a modell. Ehhez nagyrészt a hitellel rendelkező kis- és középvállalatok pontos becslése járult hozzá, hiszen itt majdnem 98%-ban helyes következtetéseket kaptam.

A hitelek meglétét a meghatározzák az eladósodottsági, rövidtávú és hosszútávú teljesítménymutatók is, viszont ezt a megállapítást csak Csehország esetén véltem megállapítani, így második hipotézisem, azaz a különböző forrásbevonások módját nagyban

befolyásolják a pénzügyi teljesítménymutatók, a V4-es országok viszonylatában is csak részben tudom elfogadni.

4.3 MAGYARORSZÁG TELJESÍTMÉNYSZÁMÍTÓINAK VIZSGÁLATA

A 4.1-es alfejezetben a varianciaanalízis esetén látható volt, hogy Magyarország több teljesítményszámítóban is szignifikánsan kevesebb értéket produkált az összehasonlított országok teljesítményszámítóihoz képest. Egy hosszútávú finanszírozási mutatót, a ROA-t, illetve egy rövidtávú teljesítményszámítót, egy likviditási mutatót emelnék ki ismét. Szeretném e mutatók alacsony értékeire magyarázatot találni. Erre keresztábra-elemzéseket alkalmaztam, ahol összevetettem a ROA és a gyorsráta változóját a többi rendelkezésre álló pénzügyi változóval, és kapcsolatokat kerestem, milyen tényezők befolyásolják alacsony teljesítményszámítóinkat.

A 12. táblázatban látható, hogy a tudományterület által meghatározott 5%-os szignifikancia szint alatt alakultak az elvégzett tesztek. A Pearson féle korreláció mind a haszonkulcs, az EBIT-ráta, szolvencia mutató és a hosszútávú adósságok összehasonlításában egy legalább közepes erősségű kapcsolatot vélünk felfedezni. A ROA számításból adódóan a hányados két legfontosabb eleme az osztandó, vagyis az adózott eredmény és az osztó, az eszközállomány miatt nem meglepő, hogy a haszonkulcs mutatók („Profit margin” és „EBIT margin”) szignifikáns kapcsolatban van a ROA alakulásával, azonban kiemelném, hogy a legerősebb kapcsolat az hosszútávú adósságoknál jelentkezett. A 0,79-es Pearson féle korreláció egy nagyon erős kapcsolatnak számít, vagyis mindez azt jelenti, hogy a 4.1-es alfejezetben megállapított hazai kis- és középvállalatok alacsony ROA szintjét jelentős mértékben az hosszútávú eladósodottság magas értéke okozza. Ennek rövid magyarázata, hogy továbbra is a pénzintézeti hitelek a legelterjedtebb finanszírozási források, és a hitelből finanszírozott növekedés esetében a ROA mutató is alacsonyabb lesz, hiszen az új eszközállomány okán szerzett nyereségnek egy részét az adósságok törlesztésére szükséges fordítani. Így képlet számlálója kisebb ütemben növekszik, mint a mérlegfőösszeg értéke a nevezőben.

12. táblázat - Korrelációs tábla a magyar KKV-k ROA mutatóját befolyásoló tényezőkről

Correlations		
		ROA using P/L before tax 2022
Profit margin 2022	Pearson Correlation	,695**
	Sig. (2-tailed)	0,000
	N	3 168
EBIT margin 2022	Pearson Correlation	,579**
	Sig. (2-tailed)	0,000
	N	3 168
Solvency ratio (Asset based) 2022	Pearson Correlation	,476**
	Sig. (2-tailed)	0,000
	N	3 168
Long term debt th EUR 2022	Pearson Correlation	,790**
	Sig. (2-tailed)	0,000
	N	3 168

Forrás: SPSS 28.0 program outputtáblája az Orbis adatbázis adatai alapján (Orbis, 2023)

Áttérve a gyorsráta, „current ratio” elemzésére. A 13. táblázatban látható, hogy az EBIT-margin, vagyis haszonkulcs marzs, egy másik típusú likviditási ráta, szolvencia mutató és a rövidtávú adósságállomány változójával produkált összevetések külön-külön mind szignifikánsan hatnak a gyorsráta alakulására. A haszonkulcs marzs mértéke a ROA mutatóhoz képest a likviditási mutatóra kisebb hatással van, míg a szolvencia mutató nagyobb hasonló

erősséggel befolyásolja mindkét rátát. Ami kiemelkedő erősségű kapcsolatot produkált a gyorsrátaival az a rövidtávú adósságállomány értéke volt. A magyarázat hasonló, mint a ROA és a hosszútávú adósságállomány kapcsolatánál, vagyis a forgóeszközök növekedése lassabb lesz a rövid lejáratú kötelezettségek növekményéhez képest a kamatfizetése kötelezettségek miatt.

13. táblázat - Korrelációs tábla a magyar KKV-k likviditási mutatóját befolyásoló tényezőkről

Correlations		Current ratio 2022
EBIT margin 2022	Pearson Correlation	,189*
	Sig. (2-tailed)	0,041
	N	3 168
Liquidity ratio 2022	Pearson Correlation	,943**
	Sig. (2-tailed)	0,000
	N	3 168
Solvency ratio (Asset based) 2022	Pearson Correlation	,483**
	Sig. (2-tailed)	0,000
	N	3 168
Short term debt th EUR 2022	Pearson Correlation	,686**
	Sig. (2-tailed)	0,000
	N	3 168

Forrás: SPSS 28.0 program outputtáblája az Orbis adatbázis adatai alapján (Orbis, 2023)

4.4 HAGYOMÁNYOS FINANSZÍROZÁSI MÓDSZEREK ÖSSZEHASONLÍTÁSA

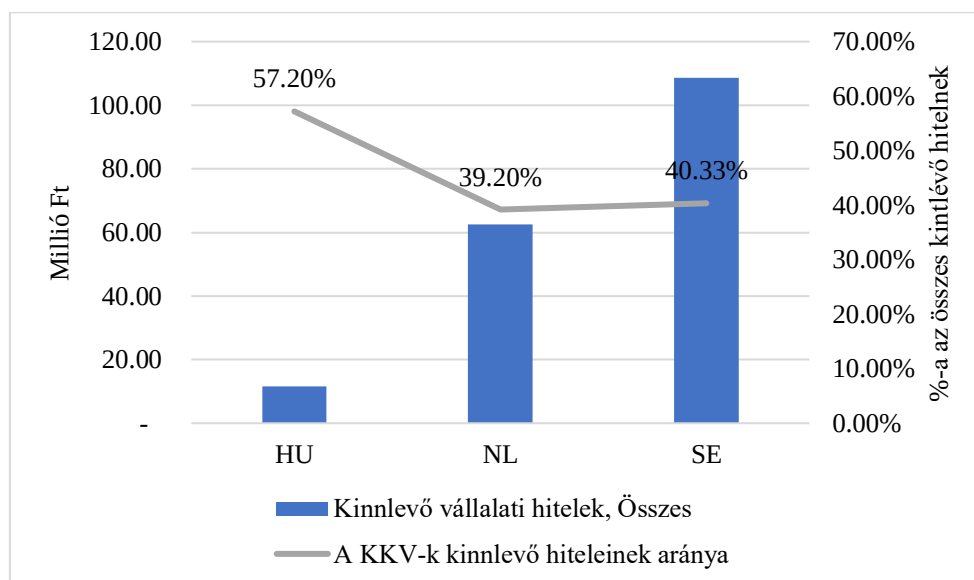
A következőkben az OECD által közölt kis- és középvállalatokra vonatkozó finanszírozási tényezőket és mutatókat vizsgáltam.

4.4.1 Nyugat-európai országok hagyományos finanszírozási módszerei

A nyugat-európai országokat tekintve, Németországhoz nem voltak elérhető részletes adatok, így Magyarország, Hollandia és Svédország helyzetét hasonlítottam össze. A nemzetek részletes áttekintéséhez a 2020-as üzleti évet használtam, mivel ez volt az utolsó üzleti év, ahol mindhárom országnál rendelkezésre álltak információk.

Egységes devizaként és egységként milliárd forintot használtam. Hollandia esetén az eurót 379,81-es árfolyamon (2023. 11. 03.), Svédország esetén a svéd koronát 32,51-es árfolyamon (2023. 11. 03.) váltottam forintra. Az összehasonlíthatóság érdekében a következőkben képeztem az vállalatarányos mutatókat is.

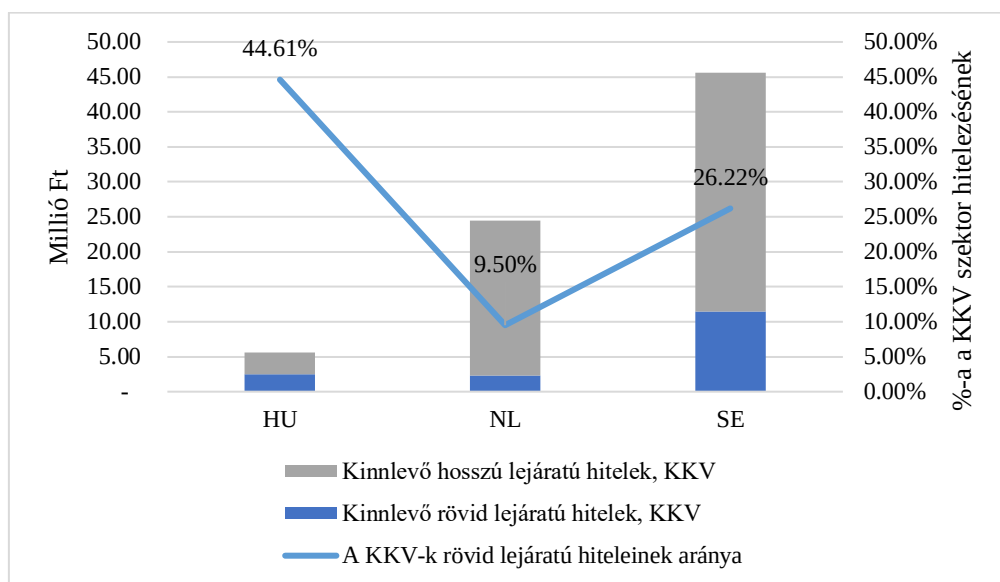
A 15. ábrán látható, hogy Magyarországon a vállalatarányos kinnlevő hitelek összege a másik két nemzethez képest a legalacsonyabb. Úgy gondolom ez nagyrészt a hazai kis- és középvállalati szektor súlya miatt is alakul így, hiszen ennél a pontnál is látható, hogy hazánkban jelentős szerepe van a kis-és középvállalati szektornak, a relatív kevés kinnlevő hitelállománynak több mint fele a KKV szektorhoz kapcsolódik, míg ez az arány külföldön 40% körül alakul.



15. ábra - Vállalatarányos kinnlevő vállalati hitelek összege és aránya nyugat-európai országoként 2020

Forrás: saját szerkesztés OECD adatbázis alapján (OECD, 2022a; OECD, 2022b; OECD, 2022c)

A 16. ábrán már csak a kis- és középvállalati szektorra, lejáratí hossz szerinti bontásban részletezem a hitelek alakulását. Látható, hogy valójában leginkább a rövid lejáratú hitelek súlya miatt alacsony a magyar vállalatárányos kinnlevő hitelek összege. Magyarországon a KKV-k által igénybe vett hiteleknek közel fele rövid lejáratú, míg Hollandiában és Svédországban ez az arány 9,5% és 26,22%. A rövid lejáratú hitelek leginkább a likviditási problémák nyújtanak megoldást, míg a hosszú lejáratú társaik célja a beruházás, fejlesztések eszközölése, látható, hogy a hazai vállalatok hitelállományának célja főként a likviditási nehézségek enyhítése. A relatív alacsony hosszú lejáratú hitelek arányára magyarázatot adhat a 4.1-es alfejezetben bemutatott 10. ábra is, ahol láthatjuk, hogy magyar kis- és középvállalatok teljesítménymutatói jóval elmaradnak a másik három országtól. A pénzintézetek szempontjából pedig a hosszú távra vonatkozó teljesítménymutatók – többek között a ROA és ROE is – kulcsfontossága jelentőséggel bír a vállalat hitelképességéről.

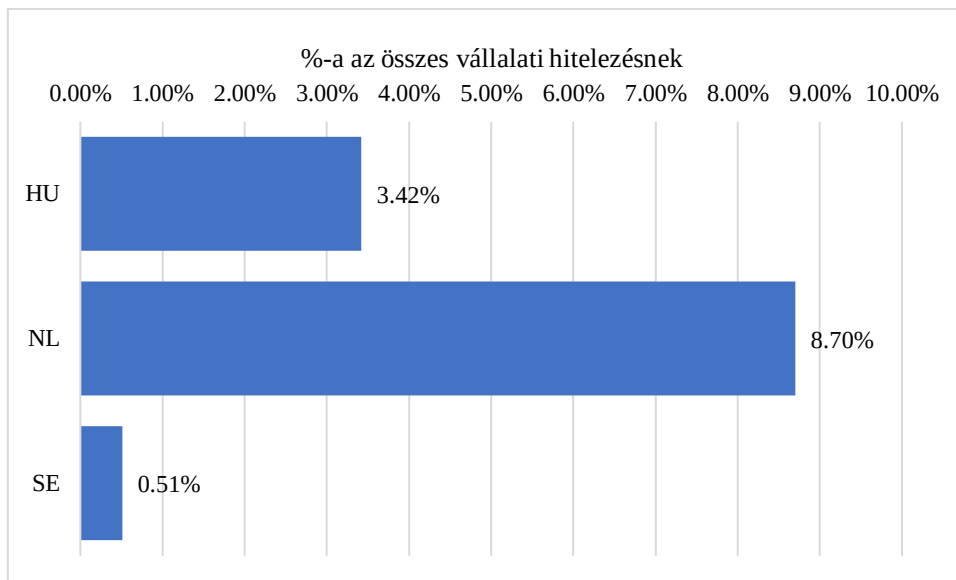


16. ábra - Vállalatárányos kinnlevő kis- és középvállalati hitelek összege és hossza nyugat-európai országokként 2020

Forrás: saját szerkesztés OECD adatbázis alapján (OECD, 2022a; OECD, 2022b; OECD, 2022c)

Tehát harmadik hipotézisemet - miszerint a hazai alacsony alternatív finanszírozási tájékozottság miatt Magyarországon magasabb a pénzintézeti hitelek aránya, mint más európai országokban - nyugat-európai viszonylatban el kell utasítanom. Mind az összes kinnlevő vállalati hitelállomány (15. ábra), mind csak a kis- és középvállalati kinnlevő hitelállomány összege (16. ábra) elenyésző a holland és svéd vállalatok hitelállományának mértékétől. A nyugat-európai országok vállalatainak gyakoribb külső finanszírozásai egyaránt lehetőséget nyújtanak számukra a gyorsabb ütemű és hatékonyabb fejlődéshez.

Továbbá a 17. ábrán vizsgáltam még a hitelekre vonatkozó késedelmi fizetések hosszát, valamint a nemfizetések arányát is. Habár Magyarország a nemteljesítések terén csak második helyen végez, azonban a vállalatok közötti kereskedelem során 2020-ban átlagosan 18 napos késedelemmel egyenlítették ki kötelezettségeiket.

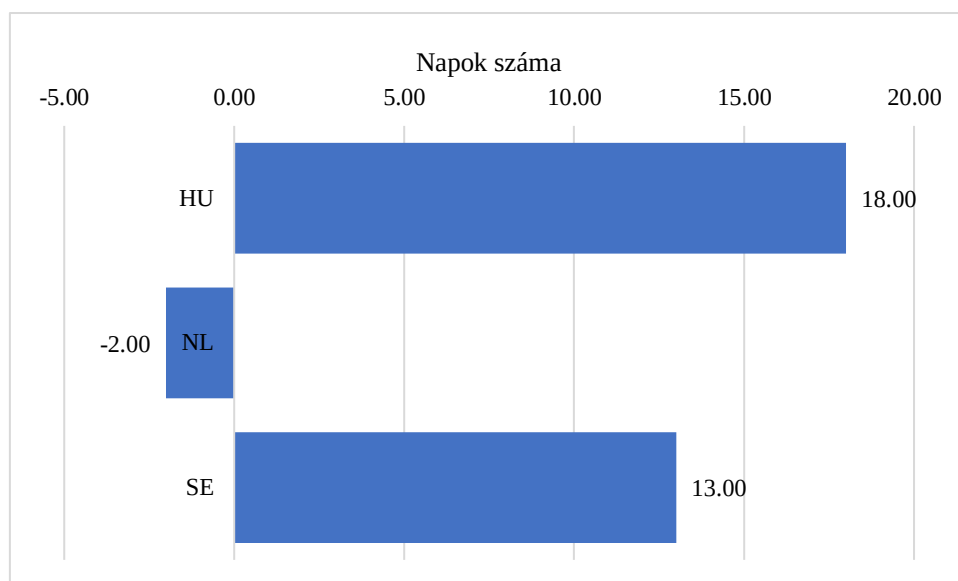


17. ábra - Vállalatok nemteljesítő hiteleinek aránya nyugat-európai országoként 2020

Forrás: saját szerkesztés OECD adatbázis alapján (OECD, 2022a; OECD, 2022b; OECD, 2022c)

Ez a további két nem túl kedvező tényező sincsen jó hatással a hazai kis- és középvállalatok hitelhez való hozzáférésehez.

Érdekes eredmény még, hogy míg Hollandia bír a hitelkiegyenlítések terén a legmagasabb nemteljesítési aránnyal, a 18. ábrán látható, hogy azonban a vállalatok közötti kiegyenlítés náluk történik a leggyorsabban, átlagosan a kiegyenlítési határidő előtt két nappal.



18. ábra - Vállalatok business-to-business (B2B) fizetési késedelmei nyugat-európai országoként 2020

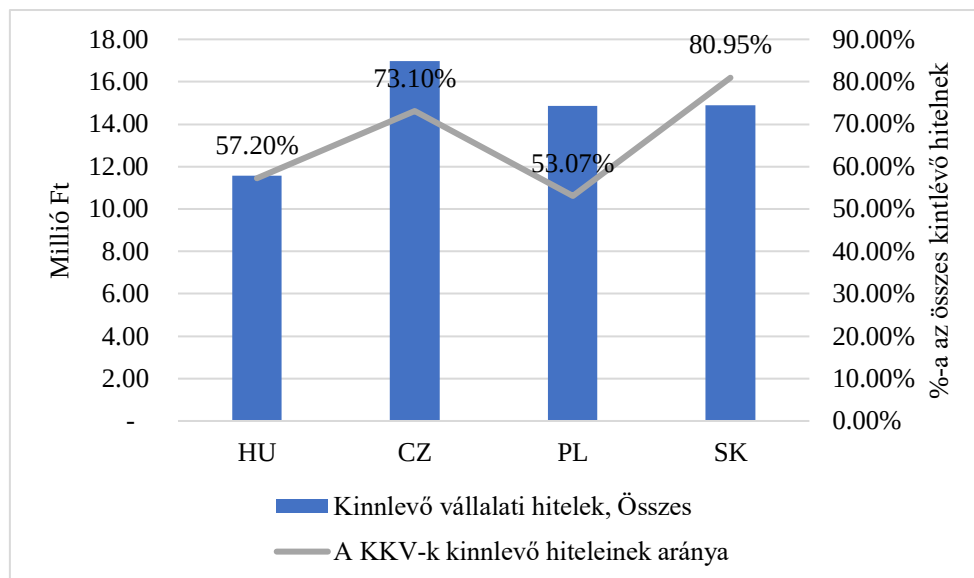
Forrás: saját szerkesztés OECD adatbázis alapján (OECD, 2022a; OECD, 2022b; OECD, 2022c)

4.4.2 V4-es országok hagyományos finanszírozási módszerei

A V4-es nemzeteket vizsgálva mind Csehország, Magyarország, Lengyelország és Szlovákia esetén is rendelkezésre álltak megfelelő adatok. Az országok mélyreható elemzéséhez szintén a 2020-as üzleti évet használtam.

A konzisztencia okán egységes devizaként és egységként ismét milliárd forintot használtam. Szlovákia esetén az eurót 379,81-es árfolyamon (2023. 11. 03.), Csehország esetén a cseh koronát 15,56-os árfolyamon (2023. 11. 03.), valamint Lengyelország esetén a lengyel zlotyit 85,22-es árfolyamon (2023.11.03.) váltottam forintra.

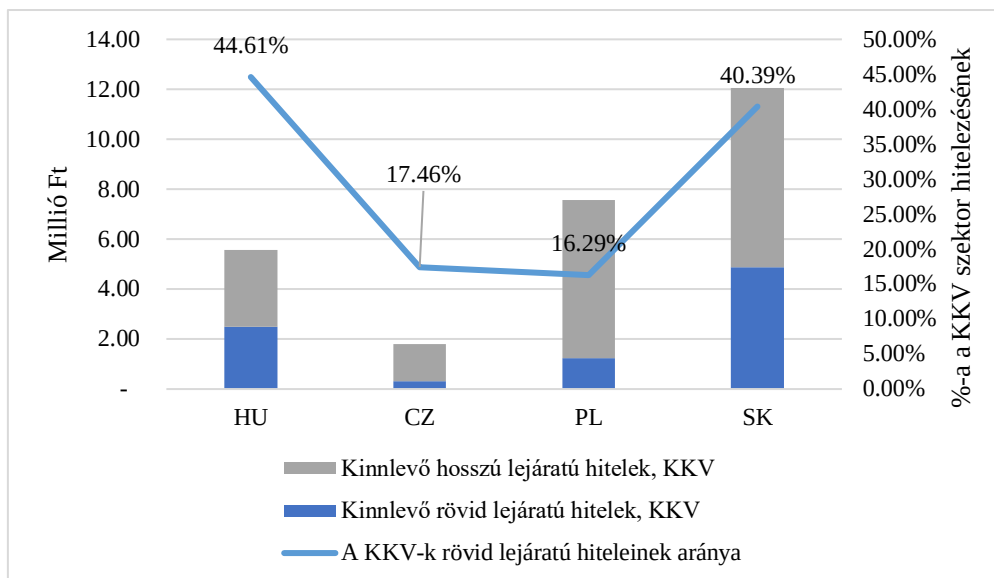
A 19. ábrán megfigyelhető, hogy a V4-es országok közül – ha nem is jelentősen –, de Magyarország bír a legalacsonyabb vállalatarányos kinnlevő hitelösszeggel. Érdekes információkat hordoz magában a kinnlevő hitelek KKV-khoz tartozó arányszáma is. Míg a 4.4.1-es alfejezetben a nyugat-európai összehasonlításban a magyar 55,7% rendkívül kimagaslónak bizonyult, úgy a mostani, régiós összehasonlításban ez az arány már eltörpül a szlovák számtól, ahol a kinnlevő hitelek közel 81%-áért a kis- és középvállalatok felelősek. Elmondható, hogy a Visegrádi Együttműködés országaiban sokkal magasabb a kis- és középvállalati szektornak a súlya, mint a nyugat-európai országokban.



19. ábra - Vállalatarányos kinnlevő vállalati hitelek összege és aránya V4-es országoként 2020

Forrás: saját szerkesztés OECD adatbázis alapján (OECD, 2022a; OECD, 2022e; OECD, 2022f, OECD 2022g)

A 20. ábrán már a kinnlevő hitelek kis- és középvállalatokhoz kötődő része látható rövid-, illetve hosszú lejáratra bontva. Magyarország és Szlovákia izgalmas képet mutat, hiszen mindkét országban több mint 40%-os aránnyal bírnak a rövid lejáratú hitelek, ami likviditási problémákat jelenthet. Azonban az egész régióra kijelenthető, hogy magasabb a rövid lejáratú hiteleknek az aránya, mint a nyugat-európai országokban, és teljesítménymutatók jelentős hatással bírnak a vállalati hitelképességről. Az említett 4.1-es alfejezettel összehasonlítva jól látható, hogy számottevően magasabbak a nyugat-európai KKV-k teljesítménymutatói, mint a V4-es országoké, ami hatással van a hosszú lejáratú hitelekről való rendelkezésről is, hiszen a V4-es országokban arányaiban jelentősen kevesebb vállalat kap hosszúlejáratú hiteleket a nyugat-európai kis- és középvállalatokkal szemben.



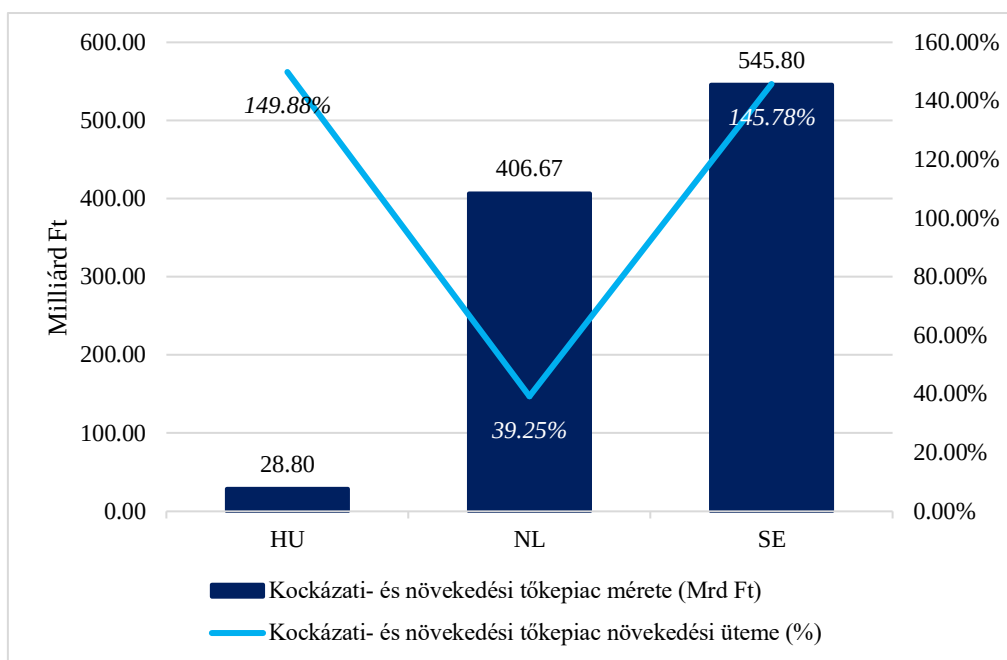
20. ábra - Vállalatarányos kinnlevő kis- és középvállalati hitelek összege és hossza V4-es országoként 2020
 Forrás: saját szerkesztés OECD adatbázis alapján (OECD, 2022a; OECD, 2022e; OECD, 2022f, OECD 2022g)

Harmadik feltételezésemet - miszerint a hazai alacsony alternatív finanszírozási tájékozottság miatt Magyarországon magasabb a pénzügyi hitelek aránya, mint más európai országokban - a V4-es országok viszonylatban szintén elutasítom. Az összes kinnlevő vállalati hitelállományt tekintve Magyarország bír a legalacsonyabb értékkel, valamint a kis- és középvállalati kinnlevő hitelállomány összegét vizsgálva is hazánk rendelkezik a második legalacsonyabb hitelállománnyal.

4.5 INNOVATÍV FINANSZÍROZÁSI MÓDSZEREK ÖSSZEHASONLÍTÁSA

4.5.1 Nyugati-európai országok innovatív finanszírozási módszerei

Ahogy azt a 2.3-as alfejezetben kifejtettem, korábbi munkámban megállapítottam, hogy a magyar kis- és középvállalatok rendkívül alacsony szinten tájékozottak és ezáltal nagyon kevesen is alkalmazzák az újszerű, innovatív tőkebevonási módszerek nyújtotta lehetőségeket. Ezt a következtetést, a 21. ábra igazolja, ahol Magyarország kockázati tőkebefektetések terén lényegesen elmarad a nyugatibb európai országoktól. Azonban mindenképp meg kell említeni az efféle tőkebevonási módszerek növekedési ütemének alakulását, hiszen ebben -Svédországot kicsivel megelőzve – Magyarország bír a legjobb trenddel.



21. ábra - Kockázati tőkebefektetések összegének és növekedésének alakulása nyugat-európai országokként 2020

Forrás: saját szerkesztés OECD adatbázis alapján (OECD, 2022a; OECD, 2022b; OECD, 2022c)

Ezenkívül, 2020 óta Magyarországon több intézkedést is bevezettek az alternatív finanszírozási piac élénkítésére, melyek fő célja az innovatív finanszírozási források szélesebb körű népszerűsítése volt.

A legutóbbi fejleményként, 2022 novemberében megalakult a Nemzeti Tőkeholding, amivel egy központi, állami támogatást nyújtó finanszírozási rendszer jött létre. Célja az, hogy 1 000 milliárd forint új forrást injektáljon a gazdaságba, és ezzel ösztönözze a vállalatok finanszírozási lehetőségeinek bővülését. (MTI, 2022)

2023 elején a hazai Széchenyi Alapok és a kazah-szingapúri Steppe Capital egy közös kazah-magyar kockázati tőkalap létrehozásáról írt alá nyilatkozatot. (MTI, 2023a)

Valamint 2023 márciusában Balogh Péter társbefektetőivel bejelentette a STRT Holding megalapítását. Célja, hogy a hazai és régiós startupok az eddiginél sokkal nagyobb arányban válhassanak sikeressé a nemzetközi piacokon, amihez az STRT Holding nem csak anyagi támogatást, hanem mentorálást is biztosítanak. (MTI, 2023b)

Az említett Széchenyi Alapok, Nemzeti Tőkeholding és Hiventures alapkezelő is állami háttérrel rendelkezik. Ezt a jelenséget vizsgálta Karsai Judit is a kelet-közép-európai régióra kiterjesztve, ahol arra az érdekes megállapításra jutott, hogy a kelet-közép-európai régióban néhány kockázati tőkével finanszírozott startup rendkívül sikeres unikornissá vált, azonban a régió kockázati tőke alapjainak mérete messze elmarad az európai átlagtól. Az állam jelentős

szerepet játszik az alapokban - beleértve az EU-transzfereket is - és nagy tőke kínálatot biztosít a startupok széles körének. Az állami alapkezelők azonban nem kizárólag piaci szempontok alapján végzik a vállalkozások közötti szelekciót. Emiatt duális gazdaság működik a startupok piacán: egy része a piacról igyekszik megélni, míg egy másik része az állam segítségével próbál boldogulni. Az állami alapoktól piaci mérlegelés nélkül kapható mentőcsomagok a válság idején ezt a helyzetet tartósíthatják. A járadékvadász viselkedés előtérbe kerülése megakadályozza a startupok hatékony működését, és gátolja a nemzetközi mércével való sikerességüket, ezzel egyidejűleg megakadályozza a globális kockázati tőke bekapcsolódását az érintett országok fejlesztéseibe. Az orosz-ukrán háború következtében az egész régió veszít tőkevonzó képességéből, ami csak súlyosbítja a helyzetet (Karsai, 2022)

Hollandiában 2014-ben jelentősen nőtt a tőkebefektetések száma, ami azt jelzi, hogy a kis- és nagyvállalatok részéről egyaránt nő a kereslet a finanszírozási forrás iránt. A hollandiai kockázati és növekedési tőkebefektetések összege - néhány kivételtől eltekintve - folyamatos növekedést, az elmúlt években pedig gyorsuló növekedést mutat. 2017-ről 2018-ra 17,5%-kal, 2018-ról 2019-re 12%-kal és 2019-ről 2020-ra pedig 39%-kal növekedett a kockázati tőkebefektetések összege. Az évek óta tartó fokozatos növekedés után 2020-ban csökkent a faktoring és a lízing, mint finanszírozási forrás felhasználása. A faktoring esetében 7,7 milliárd euróról 6,6 milliárd euróra, a faktoring esetében pedig 6,5 milliárd euróról 4,9 milliárd euróra csökkent. (OECD, 2022b)

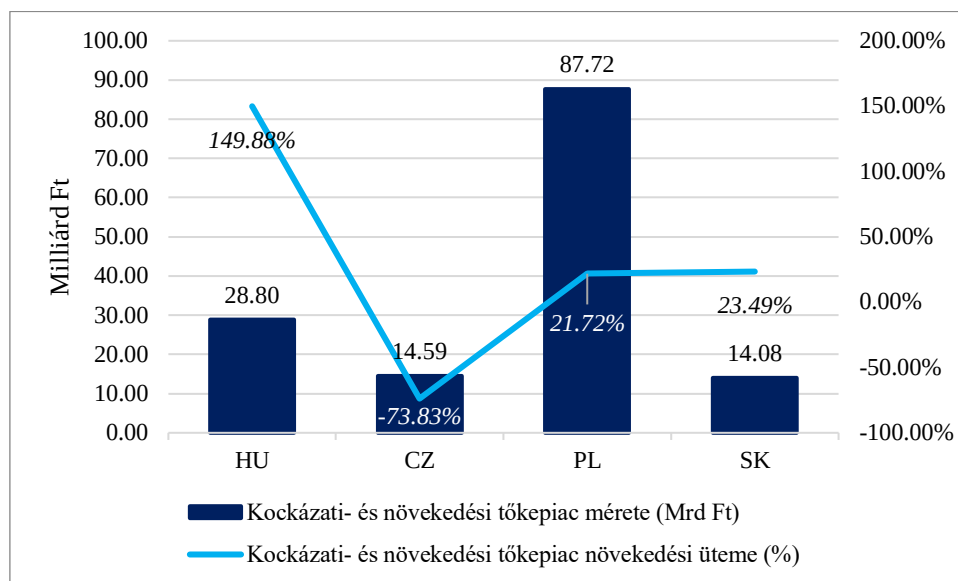
Végül a svéd alternatív finanszírozási piacot vizsgálva a vállalatokba történő befektetések jellemzően nagyobbak voltak a kockázati szakaszban lévő vállalatoknál, mint a növekedési szakaszban lévő vállalatoknál. Mégis, 2020-ban az összes kockázati tőkebefektetésből a kockázati szakaszban lévő magántőke-befektetések 31,4%, míg a növekedési szakaszban lévő vállalatokba történő befektetések 68,6% tettek ki. A kockázati fázisban lévő befektetések 28%-kal nőttek az előző évhez képest, míg a növekedési fázisban lévő befektetések 440%-kal emelkedtek. (OECD, 2022c)

Így a 21. ábrán bemutatott holland és svéd piac dinamikus kockázati tőkefinanszírozási trendjei, valamint Magyarország utóbbi fél évben mutatott lassú felzárkózása alapján kijelenthetem, hogy negyedik állításomat, azaz „a hazai kockázati tőkepiac jelentősen elmaradott a további európai uniós országokétól” nyugat-európai összehasonlításban elfogadtam.

4.5.2 V4-es országok innovatív finanszírozási módszerei

Szemben a nyugat-európai összehasonlítással, a hazai kockázati tőkepiac mérete nincs elmaradva kelet-közép-európai viszonylatban. Ezt a szekunder kutatásom alapján készített 22.

ábra is igazol, hiszen a magyar piac a második legnagyobb, és a V4-es ország közül a legmagasabb növekedési ütemmel rendelkezik.



22. ábra - Kockázati tőkebefektetések összegének és növekedésének alakulása V4-es országokként 2020

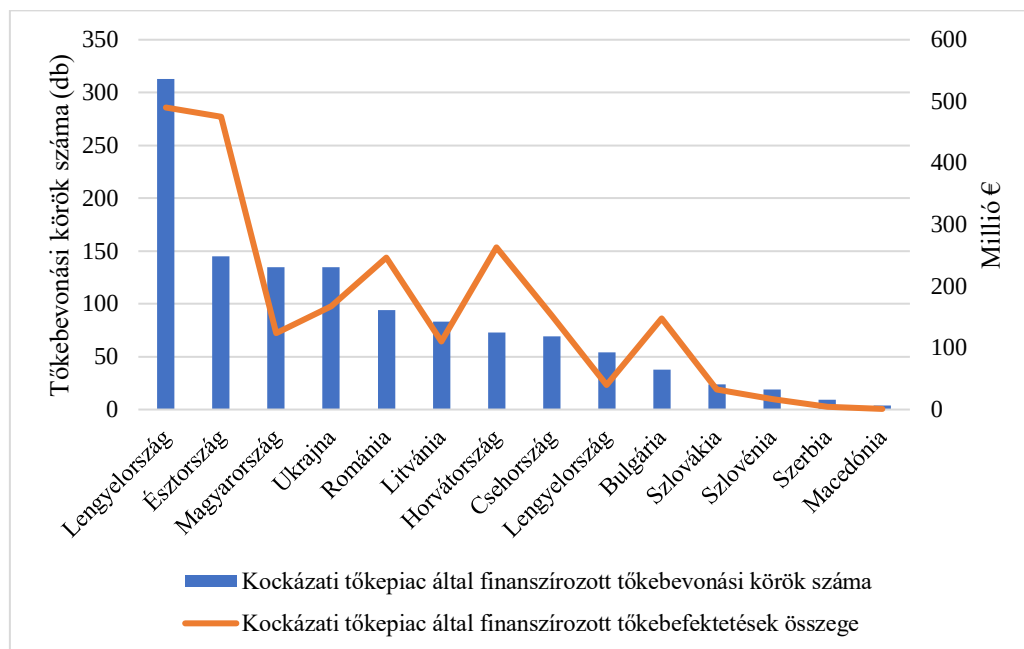
Forrás: saját szerkesztés OECD adatbázis alapján (OECD, 2022a; OECD, 2022e; OECD, 2022f, OECD 2022g)

A közép- és kelet-európai beruházási tevékenység 2020-ban néhány országra koncentrált. Lengyelország volt a vezető célország a régió teljes befektetési értékének negyedével és a finanszírozásban részesülő vállalatok közel egyötödével. A kockázati tőkebefektetések (112 millió EUR, ami rekordot jelent az ország számára) rekordszámú, 82 vállalatba áramlottak. A kockázati és növekedési tőkebefektetések 2020-ban közel 22%-kal bővültek 2019-hez képest. Az FTSE Russell indexügynök 2018 óta a lengyel tőkepiacot a fejlett piacok közé sorolja. (OECD, 2022f)

Csehországban a kockázati tőkebefektetések 2008-ban érték el a csúcspontjukat, majd drámai mértékben csökkentek, és 2018-ban a 2008-as értékük 33,6%-át érték el. A növekedési tőke még ennél is meredekebben, a 2009-es 192 millió euróról 2016-ra 4,9 millió euróra esett vissza. A növekedési tőke 2017-ben 56 %-kal 10,3 millióra nőtt, majd 2018-ban ismét 3,5 millióra esett vissza. Az összes tőkebefektetés 2013-ban és 2014-ben erőteljes növekedést mutatott, ez azonban nem volt tartós, mivel 2015-ben erőteljesen csökkent, 2016-ban pedig tovább csökkent, és a 2012-es szintnél alacsonyabb szintre esett vissza. A tőkebefektetések 2017-ben talpra álltak, és 74%-kal, 2018-ban pedig 14,8%-kal nőttek. Ez jelzi a tőkefinanszírozás instabilitását a Cseh Köztársaságban és a vállalkozások finanszírozásában betöltött jelenlegi marginális szerepét. 2019-ben nyolcszor magasabb szintet értek el, mint az előző évben, de 2020-ban ismét 74,8%-kal 39,2 millió euróra csökkentek. (OECD, 2022e)

Szlovákiában a kockázati és növekedési tőke volumenének 2017-es jelentős visszaesését követően, amelyet a 2007-2013-as programidőszakra vonatkozó Jeremie kezdeményezés keretében nyújtott finanszírozási támogatás lezárása okozott, 2017-2020 között fokozatos fellendülés volt tapasztalható. A kockázati tőkebefektetések összege 2019-ről 2020-ra 23,5%-kal nőtt, és 2020-ban összesen 37,85 millió eurót tett ki. A befektetések többsége a már működő KKV-kra összpontosult - a termelési kapacitások bővítésére, a piaci potenciál fejlesztésére, illetve a termék vagy szolgáltatás továbbfejlesztésére. (OECD, 2022g)

Valamint a 23. ábra is egy megfelelő prezentációja annak, hogy a kelet-közép-európai régióban Magyarország az első harmadban teljesít a kockázati tőkefinanszírozások terén.



23. ábra - Kockázati tőkefinanszírozás a kelet-közép-európai térségben 2020

Forrás: Koncerewicz, Konrad adatai alapján saját szerkesztés (Konrad, 2021; Banai, 2023b)

Így utolsó hipotézisemet, miszerint „a hazai kockázati tőkepiac jelentősen elmaradott a további európai uniós országokétól” a V4-es országok összehasonlításában egyértelműen elutasítom.

5. KONKLÚZIÓ ÉS JAVASLATOK

A kutatásom elején felállított hipotéziseimet, amelyeket a szekunder kutatás alapján újraértékeltem, a 14. táblázatban fogom értékelni, és megállapítani azok elfogadását vagy elutasítását.

14. táblázat - Hipotézisekről való döntések a nyugat-európai és a V4-es országok viszonylatában

Hipotézis	Módszertan	Nyugat-európai országokkal való összehasonlításról való döntések	V4-es országokkal való összehasonlításról való döntések	Magyarázat
H1: Hazánkban a kis- és középvállalatok pénzügyi helyzete jelentősen kedvezőtlenebb, mint más európai kis- és középvállalatoké.	Varianciaanalízis és leíró statisztikai ábrák (Orbis)			Bővebb kifejtés a 4.1-es fejezetnél található
H2: A különböző forrásbevonások módját nagyban befolyásolják a pénzügyi teljesítménymutatók.	Döntési fa (Orbis)	 <i>részben elfogadva</i>	 <i>részben elfogadva</i>	Bővebb kifejtés a 4.2-es fejezetnél található
H3: A hazai alacsony alternatív finanszírozási tájékozottság miatt Magyarországon magasabb a pénzintézeti hitelek aránya, mint más európai országokban.	Adatelemzés révén leíró statisztikai ábrák (OECD)			Bővebb kifejtés a 4.4-es fejezetnél található
H4: A hazai kockázati tőkepiac jelentősen elmaradott a további európai uniós országokétól.	Adatelemzés révén leíró statisztikai ábrák (OECD)			Bővebb kifejtés a 4.5-ös fejezetnél található

Forrás: saját szerkesztés

Kutatásom során nemcsak hipotézisemet sikerült feltárni, hanem számos további érdekes információra is sikerült megfogalmaznom. Ahogyan arra már előzetes kérdőíves kutatásomban is fényt derítettem, a hazai KKV szektor szereplőinek nagyrésze számára teljesen idegen, vagy legalábbis minimális tudással rendelkeznek az alternatív finanszírozási források lehetőségéről. Jelenlegi munkám egyik legfontosabb eredménye az volt, hogy ezt az előzetes megállapítást sikerült kvantitatív adatokkal is igazolni, hiszen a nyugat-európai országokkal és Lengyelországgal szemben Magyarországon a kockázati tőkefinanszírozás mértéke elenyésző. Az első hipotézisem, miszerint hazánkban a kis- és középvállalatok pénzügyi helyzete jelentősen kedvezőtlenebb, mint az európai kis- és középvállalatok pénzügyi helyzete, nyugat-európai viszonylatban elfogadást nyert. A pénzügyi helyzetek elemzése során igyekeztem magyarázatot találni a teljesítménymutatók alacsony értékeire, és ezért a teljesítménymutatókat közvetett érintő tényezőket is vizsgáltam. Megállapítottam, hogy a hosszú távú finanszírozási mutatók, például a ROA, jelentős mértékben függ a hosszú távú adósságok mértékétől. A rövid távú finanszírozási mutatóknál, például a likviditási mutatóknál is hasonló elven a rövid távú adósságok bizonyultak meghatározó tényezőként. Tehát a magyarországi kis- és középvállalatok jelentős adósságállománya kulcsfontosságú tényezője a teljesítménymutatóik alacsony értékeinek.

Ezen következtetések mellett észleltem, hogy a magas adósságállományhoz társulóan a késedelmi fizetések és nemteljesítések aránya is kiemelkedően magas volt Magyarországon. Összehasonlítva Hollandiával és Svédországgal, Magyarország a nemteljesítések tekintetében a második legkedvezőtlenebb helyen szerepelt, míg a késedelmi fizetéseket tekintve a legkedvezőtlenebb helyen végzett.

Tekintettel a javaslatokra, elsőként fontosnak tartanám a vállalatok tájékozottságának növelését az alternatív finanszírozási lehetőségek terén. Mint korábbi kutatásom és a 5. és 21. ábrák is rámutattak, Magyarországon az innovatív tőkebevonási módszerek használata alacsony szinten van. Emellett a hazai kis- és középvállalatoknak gyakran nehézségeik vannak a finanszírozáshoz való hozzáféréssel, ahogyan azt a 4. ábrán is láttuk.

Az eredményeim alapján kiderült, hogy a nyugat-európai kis- és középvállalatok jóval kedvezőbb teljesítménymutatókkal rendelkeznek, mint a magyar versenytársaik. Ezt a magyarországi helyzetben nagy mértékben befolyásolja a magas eladósodottság és a késedelmi fizetések gyakorisága.

Következésképp a hazai kis- és középvállalatok számára legfontosabb javaslatom a mély és széleskörű ismeretek szerzése a különböző alternatív finanszírozási lehetőség terén. A fintech

platformok által kínált lehetőségek nagyban hozzájárulhatnak a vállalatok optimális működéséhez, illetve a különböző alternatív töbevonási módszerek által nyújtott pénzügyi támogatás mellett a kis- és középvállalatok szakmai fejlődésben részesülhetnek, kompatibilisebb megoldásokat találhatnak a felmerülő gazdasági nehézségekre, és akár egy nem hitelképes mikrovállalat is tőkéhez juthat.

Az elmúlt bő egy év során Magyarországon is több olyan kezdeményezés indult, amely az innovatív és újszerű finanszírozási módszerek népszerűsítését és támogatását célozza. Az alternatív források megannyi lehetőséget kínálnak a vállalatok számára. Ha egy vállalat hagyományos pénzintézeti hitelekhez szeretne ragaszkodni, akkor a peer-to-peer finanszírozás lehet a legalkalmasabb választás számára. Azoknak, akik mentorálásra, szakmai támogatásra, vagy akár más résztulajdonos bevonására vágyna, elérhetőek az üzleti angyalok és a kockázati tőkefinanszírozás lehetőségei. Azok pedig, akik a tőkebevonást a marketinggel szeretnék összekötni, vagy közelebb kívánnak kerülni befektetőikhez, számukra különböző típusú közösségi finanszírozási platformok állnak rendelkezésre.

IRODALOMJEGYZÉK

- [1.] Aiello, Francesco – Bonanno, Graziella - P. S. Rossi, Stefania (2020) - How firms finance innovation. Further empirics from European SMEs
Elérhető interneten: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/meca.12298>
- [2.] Banai Szilárd Bálint (2023a) – Vállalatok hagyományos és alternatív finanszírozási módszerei a KKV-k szintjén, Magyarországon
OTDK dolgozat, Vállalati pénzügyek szekció
- [3.] Banai Szilárd Bálint (2023b) - Vállalatok hagyományos és alternatív finanszírozási módszerei európai viszonylatban a KKV-k szintjén, Magyarországon
In: MyBrand Centre For Excellence Kiválósági Mentorközpont, I. tanulmánykötet, pp. 7-38. ISBN 978-615-5459-24-5
- [4.] Bank Dénes (2017) - Double dependent market economy and corporate social responsibility in Hungary
In: Corvinus Journal of Sociology and Social Policy, 8(1), pp. 25-47
Elérhető interneten: <https://doi.org/10.14267/cjssp.2017.01.02>
- [5.] Broyer, Sylvain – Limbach, Sarah – Duran, Cihan (2022) - Financing Faster Growth For Europe's SMEs
In: SUEF Policy Note, Issue No 272, March 2022
Elérhető interneten:
https://www.suerf.org/docx/f_eec15c43f6e3cf156e3649f930c89a14_43063_suerf.pdf
- [6.] Chandra, Teddy (2017) - Faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal pada perusahaan properti dan real estate di indonesia
In: Ekuitas (Jurnal Ekonomi Dan Keuangan), 18(4), pp. 507.
Elérhető interneten: <https://doi.org/10.24034/j25485024.y2014.v18.i4.2187>
- [7.] Czerwonka, Leszek - Jaworski, Jacek (2021) - Capital structure determinants of small and medium-sized enterprises: evidence from central and eastern europe.

In: Journal of Small Business and Enterprise Development, 28(2), pp. 277-297.

Elérhető interneten: <https://doi.org/10.1108/jsbed-09-2020-0326>

- [8.] Darvas Zsolt - Simon András (2000) - Capital stock and economic development in hungary. Economics of Transition, 8(1), pp. 197-223.

Elérhető interneten: <https://doi.org/10.1111/1468-0351.00041>

- [9.] Denziana, Angrita - Yunggo, Eilien Delicia (2017) - Pengaruh profitabilitas, struktur aktiva, dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal perusahaan pada perusahaan real estate and property yang terdaftar di bursa efek indonesia tahun 2015.

In: Jurnal Akuntansi Dan Keuangan, 8(1).

Elérhető interneten: <https://doi.org/10.36448/jak.v8i1.825>

- [10.] Djamaluddin, Said, Mutiara, Sonia, & Marsoem, Bambang (2018) - Determinant of the development on capital structure of food and beverage companies listed on indonesia stock exchange (idx) period 2012-2016.

In: International Journal of Innovative Research and Development, 7(9).

Elérhető interneten: <https://doi.org/10.24940/ijird/2018/v7/i9/sep18056>

- [11.] European Commission (2019) - Gap analysis for small and medium-sized enterprises financing in the European Union

Elérhető interneten: [https://www.fi-](https://www.fi-compass.eu/sites/default/files/publications/Gap%20analysis%20for%20small%20and%20medium-sized%20enterprises%20financing%20in%20the%20European%20Union.pdf)

[compass.eu/sites/default/files/publications/Gap%20analysis%20for%20small%20and%20medium-sized%20enterprises%20financing%20in%20the%20European%20Union.pdf](https://www.fi-compass.eu/sites/default/files/publications/Gap%20analysis%20for%20small%20and%20medium-sized%20enterprises%20financing%20in%20the%20European%20Union.pdf)

- [12.] European Commission (2021) - Annual Report on European SMEs 2020/2021

Elérhető interneten: <https://www.ggb.gr/sites/default/files/basic-page-files/SME%20Annual%20Report%20-%202021.pdf>

- [13.] European Commission (2022) - Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area - April to September 2022

Elérhető interneten:

https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/ecb.safe202212~6bc3312ea1.en.html

- [14.] Kaili, Eva - Dimitrios, Psarrakis - van Hoinaru, Raz (2019) - New Models of Financing and Financial Reporting for European SMEs
Elérhető interneten: <https://link.springer.com/book/10.1007/978-3-030-02831-2>
- [15.] Karsai Judit (2022) - A kelet-közép-európai startupok romló kilátásai a nemzetközi kockázati tőke-piacon
In: Közgazdasági Szemle, LXIX. évf., 2022. szeptember, pp. 1009–1030.
Elérhető interneten: <http://real.mtak.hu/148497/1/02KarsaiJuditA.pdf>
- [16.] Katona Klára (2021) - Intangible assets as possible indicators for the growth of the hungarian firms
In: International Journal of Accounting and Information Management, 29(5), pp. 764-775.
Elérhető interneten: <https://doi.org/10.1108/ijaim-03-2021-0060>
- [17.] Khafid, Muhammad - Alifia, Desi (2018) - The moderation role of the audit committee quality on the effect of the ownership structure on intellectual capital disclosures.
In: Jurnal Dinamika Akuntansi, 10(1), pp. 27-39.
Elérhető interneten: <https://doi.org/10.15294/jda.v10i1.12994>
- [18.] KSH (2021) - A vállalkozások teljesítménymutatói létszámkategória szerint
Elérhető interneten: https://www.ksh.hu/stadat_files/gsz/hu/gsz0017.html
- [19.] KSH (2023) - A regisztrált vállalkozások száma havonta, létszám-kategóriák szerint – GFO'14
Elérhető interneten: https://www.ksh.hu/stadat_files/gsz/hu/gsz0056.html
- [20.] Leeuwen, B. - Földvári P. (2011) - Capital accumulation and growth in hungary, 1924–2006.
In: Acta Oeconomica, 61(2), pp. 143-164.
Elérhető interneten: <https://doi.org/10.1556/aoecon.61.2011.2.3>
- [21.] Li, Jing - Pike, Richard - Haniffa, Roszaini (2008) - Intellectual capital disclosure and corporate governance structure in uk firms.
In: Accounting and Business Research, 38(2), pp.137-159.
Elérhető interneten: <https://doi.org/10.1080/00014788.2008.9663326>

- [22.] Luptak Martin - Boda Dániel – Szűcs Gábor (2016) - Profitability and capital structure: an empirical study of french and hungarian wine producers in 2004-2013.
In: Business Systems Research Journal, 7(1), pp. 89-103.
Elérhető interneten: <https://doi.org/10.1515/bsrj-2016-0007>
- [23.] Modigliani, Franco – Miller, Merton H. (1958) - The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment
In: The American Economic Review, Vol. 48, No. 3 (Jun., 1958), pp. 261-297
Elérhető interneten: <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- [24.] MNB (2022) – Versenyképességi jelentés 2022
Elérhető interneten: <https://www.mnb.hu/letoltes/versenyke-pesse-gi-jelente-s-hun-2022-1114-2.pdf>
- [25.] Mvita, Mpinda - Brummer, Leon - Hall, John (2022) - Determinants of choice between equity issuance, equity repurchase and debt issuance of south african companies listed on the johannesburg stock exchange.
In: Journal of Economic and Financial Sciences, 15(1).
Elérhető interneten: <https://doi.org/10.4102/jef.v15i1.778>
- [26.] OECD (2020) - Evolution and Trends in SME Finance Policies since the Global Financial Crisis
Elérhető interneten: <https://www.oecd.org/industry/smes/Trends-SME-Finance-Policy-July-2020.pdf>
- [27.] OECD (2021a) - SME and Entrepreneurship Policy in the Slovak Republic
Elérhető interneten: https://www.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/sme-and-entrepreneurship-policy-in-the-slovak-republic_1512564c-en
- [28.] OECD (2021b) - Trade finance for SMEs in the digital era
In: OECD SME and Entrepreneurship Papers No. 24
Elérhető interneten: <https://www.oecd.org/cfe/smes/Trade%20finance%20for%20SMEs%20in%20the%20digital%20era.pdf>

[29.] OECD (2022a) - Financing SMEs and Entrepreneurs 2022: An OECD Scoreboard – Hungary

Elérhető interneten: <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/2a1cbe3c-en/index.html?itemId=/content/component/2a1cbe3c-en#section-d1e147655>

[30.] OECD (2022b) - Financing SMEs and Entrepreneurs 2022: An OECD Scoreboard – The Netherlands

Elérhető interneten: <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/d339ecf2-en/index.html?itemId=/content/component/d339ecf2-en#section-d1e187697>

[31.] OECD (2022c) - Financing SMEs and Entrepreneurs 2022: An OECD Scoreboard – Sweden

Elérhető interneten: <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/646ea63b-en/index.html?itemId=/content/component/646ea63b-en#section-d1e216674>

[32.] OECD (2022d) - Financing SMEs and Entrepreneurs 2022: An OECD Scoreboard – Germany

Elérhető interneten: <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/a071e2f0-en/index.html?itemId=/content/component/a071e2f0-en>

[33.] OECD (2022e) - Financing SMEs and Entrepreneurs 2022: An OECD Scoreboard – Czech Republic

Elérhető interneten: <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/6a100d63-en/index.html?itemId=/content/component/6a100d63-en#section-d1e122566>

[34.] OECD (2022f) - Financing SMEs and Entrepreneurs 2022: An OECD Scoreboard – Poland

Elérhető interneten: <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/99753307-en/index.html?itemId=/content/component/99753307-en#section-d1e197141>

[35.] OECD (2022g) - Financing SMEs and Entrepreneurs 2022: An OECD Scoreboard – Slovak Republic

Elérhető interneten: <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/5a68719a-en/index.html?itemId=/content/component/5a68719a-en#section-d1e205231>

- [36.] OECD (2023) - OECD Financing SMEs and Entrepreneurs Scoreboard: 2023 Highlights
In: OECD SME and Entrepreneurship Papers No. 36
Elérhető interneten: <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/a8d13e55-en.pdf?expires=1683456500&id=id&accname=guest&checksum=CCFDB6793917D795407E174E1B897D08>
- [37.] Özkan, Aydin (2001) - Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from uk company panel data.
In: Journal of Business Finance & Accounting, 28(1-2), pp. 175-198.
Elérhető interneten: <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00370>
- [38.] Pangestuti, Dewi - Tindangen, Azzahra (2020) - The influence of internal and external factors on firm value.
In: European Journal of Business Management and Research, 5(5).
Elérhető interneten: <https://doi.org/10.24018/ejbmr.2020.5.5.492>
- [39.] Rahayu, Sri - Saifi, Muhammad (2019) -The reciprocal relationship between profitability and capital structure and its impacts on the corporate values of manufacturing companies in indonesia.
In: International Journal of Productivity and Performance Management, 69(2), pp.236-251
Elérhető interneten: <https://doi.org/10.1108/ijppm-05-2018-0196>
- [40.] Singh, Narinder - Bagga, Mahima (2019) - The effect of capital structure on profitability: an empirical panel data study.
In: Jindal Journal of Business Research, 8(1), pp. 65-77.
Elérhető interneten: <https://doi.org/10.1177/2278682118823312>
- [41.] Szabó Jakub (2022) - Political economy of illiberal capitalism in hungary and poland.
In: Politická Ekonomie, 70(5), pp. 617-637.
Elérhető interneten: <https://doi.org/10.18267/j.polek.1364>

[42.] Titman, Sheridan - Wessels, Roberto (1988) - The determinants of capital structure choice.

In: The Journal of Finance, 43(1), pp. 1-19.

Elérhető interneten: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>

[43.] World Bank (2017) - Alternative Data Transforming SME Finance

Elérhető interneten:

<https://documents1.worldbank.org/curated/en/701331497329509915/pdf/116186-WP-AlternativeFinanceReportlowres-PUBLIC.pdf>

Internetes források

[44.] Koncerewicz, Konrad (2021) - VC Funding In CEE Report – 2020

Elérhető interneten: <https://www.vestbee.com/blog/articles/vc-funding-in-cee-report-2020>

(Feltöltés ideje: 2021. 03. 10.; Letöltés ideje: 2023. 09. 25.)

[45.] Koreen, Miriam (2022) - Is financial diversification the key to sme resilience?

Elérhető interneten: <https://oecdcoigito.blog/2022/03/29/is-financial-diversification-the-key-to-sme-resilience/>

(Feltöltés ideje: 2023. 03. 29.; Letöltés ideje: 2023. 09. 04.)

[46.] MTI (2022) - Megalakult a Nemzeti Tőkeholding

Elérhető interneten: <https://magyarnemzet.hu/gazdasag/2022/11/megalakult-a-nemzeti-tokeholding>

(Feltöltés ideje: 2022. 11. 22.; Letöltés ideje: 2023. 09. 07.)

[47.] MTI (2023a) - Kazah–magyar tőkealap indul a gazdasági együttműködés erősítésére

Elérhető interneten: <https://www.vg.hu/extra/2023/01/kazah-magyar-tokealap-indul-a-gazdasagi-egyuttmukodes-erositesere>

(Feltöltés ideje: 2023. 01. 27.; Letöltés ideje: 2023. 09. 07.)

[48.] MTI (2023b) - Tőzsdére készül a STRT Holding

Elérhető interneten: <https://www.portfolio.hu/uzlet/20230308/tozsdere-keszul-a-strt->

[holding-601632](#)

(Feltöltés ideje: 2023. 03. 08.; Letöltés ideje: 2023. 09. 07.)

[49.] Statista (2023) - Number of small and medium-sized enterprises (SMEs) in Poland between 2018 and 2022, by size

Elérhető interneten: <https://www.statista.com/statistics/818716/small-and-medium-sized-enterprises-poland/>

(Feltöltés ideje: 2023.02.01.; Letöltés ideje: 2023. 09. 03.)

Jogi források

[50.] 2004. évi XXXIV. törvény a kis- és középvállalkozásokról, fejlődésük támogatásáról

Elérhető interneten: <https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=a0400034.tv>

Egyéb hivatkozások

[51.] Orbis (2023) – Németország, Magyarország, Hollandia, Svédország, Csehország, Lengyelország és Szlovákia kis- és középvállalatainak beszámolóiról szóló adatbázis