

SOPRONI EGYETEM

Széchenyi István Gazdálkodás- és Szervezéstudományok

Doktori Iskola

**MAGYARORSZÁG INFORMATIKAI ÉS
VENDÉGLÁTÓ ÁGAZATÁBAN MŰKÖDŐ KIS- ÉS
KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOK PÉNZÜGYI
HELYZETÉNEK VIZSGÁLATA 2015 ÉS 2021
KÖZÖTT**

Doktori (PhD) értekezés

**Készítette:
Németh Tamás**

Témavezetők:
Dr. Pataki László PhD
Dr. Hegedűs Mihály PhD

**Sopron
2024**

**MAGYARORSZÁG INFORMATIKAI ÉS VENDÉGLÁTÓ ÁGAZATÁBAN
MŰKÖDŐ KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOK PÉNZÜGYI HELYZETÉNEK
VIZSGÁLATA 2015 ÉS 2021 KÖZÖTT**

Értekezés doktori (PhD) fokozat elnyerése érdekében

Írta:
Németh Tamás

Készült a Soproni Egyetem

Széchenyi István Gazdálkodás- és Szervezéstudományok Doktori Iskola

Nemzetközi gazdálkodás programja keretében

Témavezetők: Dr. Pataki László PhD

Dr. Hegedűs Mihály PhD

Az értekezés témavezetőként elfogadásra javasolt: igen / nem _____
témavezető(k) aláírása

A komplex vizsga időpontja: 20 ____ év _____ hónap ____ nap

A komplex vizsga eredménye: _____ %

Az értekezés bírálóként elfogadásra javasolt (igen/nem):

1. bíráló: Dr. _____ igen / nem _____
(aláírás)

2. bíráló: Dr. _____ igen / nem _____
(aláírás)

Az értekezés nyilvános védésének eredménye: _____ %

Kelt, Sopron, 20 ____ év _____ hónap ____ nap

a Bíráló Bizottság elnöke

A doktori (PhD) oklevél minősítése: _____

az EDHT elnöke

TARTALOMJEGYZÉK

1. BEVEZETÉS.....	1
1.1. TÉMAFELVETÉS.....	1
1.2. A TÉMA AKTUALITÁSA.....	2
1.3. A KUTATÁS CÉLJA.....	3
1.4. HIPOTÉZISEK.....	5
2. SZAKIRODALMI ÁTTEKINTÉS	7
2.1. A VÁLLALKOZÁSOK FINANSZÍROZÁSA	7
2.1.1. <i>A finanszírozás formái</i>	8
2.1.2. <i>A tőke költsége</i>	13
2.1.3. <i>A tőkeáttétel értelmezése</i>	21
2.1.4. <i>A tőkeszerkezet</i>	21
2.1.5. <i>Tőkeszerkezeti elméletek értékelése</i>	43
2.1.6. <i>A vállalkozások tervezési rendszereinek elemei</i>	52
2.2. HELYZETKÉP A KKV SEKTORRÓL ÉS A VIZSGÁLT ÁGAZATOKRÓL	55
2.2.1. <i>A KKV szektor helyzete</i>	55
2.2.2. <i>A koronavírus-világjárvány hatása a vizsgált ágazatok működésére</i>	59
2.2.3. <i>Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás ágazat</i>	61
2.2.4. <i>Információ, kommunikáció ágazat</i>	63
3. ANYAG ÉS MÓDSZER.....	66
3.1. AZ ADATOK FORRÁSA, AZ ADATBÁZIS FELÉPÍTÉSE.....	66
3.1.1. <i>A vizsgált mutatószámok értékelése</i>	67
3.1.2. <i>Statikus pénzügyi mutatók</i>	68
3.1.3. <i>Vagyoni helyzet elemzése</i>	68
3.1.4. <i>Pénzügyi helyzet elemzése</i>	71
3.1.5. <i>Jövedelmezőség elemzése</i>	73
3.2. A VIZSGÁLT VÁLLALKOZÁSOK MEGOSZLÁSA MÉRET, STATISZTIKAI RÉGIÓ ÉS IPARÁG SZERINT...	75
3.3. AZ ALKALMAZOTT STATISZTIKAI MÓDSZEREINEK LEÍRÁSA	78
3.4. AZ ELEMZÉS KORLÁTAI.....	86
4. EREDMÉNYEK	88
4.1. A LEÍRÓ STATISZTIKAI ADATOK ELEMZÉSE	88
4.1.1. <i>A vállalkozások forrásszerkezetének az elemzése</i>	89
4.1.2. <i>A vállalkozások eszközszerkezetének az elemzése</i>	98
4.1.3. <i>Az eszközök és a források összehasonlító elemzése</i>	103
4.2. A VARIANCIANALÍZIS EREDMÉNYEI	113
4.3. A KORRELÁCIÓANALÍZIS EREDMÉNYEI.....	118
4.3.1. <i>A tőkeszerkezet és a jövedelmezőség korrelációjának vizsgálata</i>	119
4.3.2. <i>A tőkeszerkezet és a likviditás korrelációjának vizsgálata</i>	120
4.3.3. <i>A jövedelmezőség és a likviditás korrelációjának vizsgálata</i>	121
4.4. FAKTOR ÉS KLASZTERANALÍZIS EREDMÉNYEI.....	123
4.4.1. <i>A tőkeszerkezet és jövedelmezőség klaszterenkénti korrelációja</i>	128
4.4.2. <i>A tőkeszerkezet és likviditás klaszterenkénti korrelációja</i>	128
4.5. LEJÁRATI ILLESZKEDÉS VIZSGÁLATÁNAK EREDMÉNYEI.....	130
4.6. AZ ELADÓSODOTTSÁG ÉS A POZITÍV EREDMÉNY VIZSGÁLATÁNAK EREDMÉNYEI	134
5. ÚJSZERŰ EREDMÉNYEK, TÉZISEK, KÖVETKEZTETÉSEK, JAVASLATOK	140
5.1. A HIPOTÉZISVIZSGÁLATOK EREDMÉNYEINEK ÖSSZEFOGLALÁSA	140
5.2. ÚJ TUDOMÁNYOS EREDMÉNYEK.....	141
5.3. KÖVETKEZTETÉSEK, JAVASLATOK	143
6. ÖSSZEFOGLALÁS.....	146
7. SUMMARY	148
MELLÉKLETEK.....	I
1. M: IRODALOMJEGYZÉK.....	II

2. M: JÁRVÁNYGÖRBE, AZ ESETEK SZÁMÁNAK ALAKULÁSA	XX
3. M: AZ ELEMZÉSBE BEVONT MUTATÓSZÁMOK ÉRTÉKE CSONKOLÁS ELŐTT 2015-2021 KÖZÖTT	XXI
4. M: AZ ELEMZÉSBE BEVONT MUTATÓSZÁMOK ÉRTÉKE CSONKOLÁST KÖVETŐEN 2015-2021 KÖZÖTT	XXII
5. M: A VÁLLALKOZÁSOK IPARÁG SZERINTI MEGOSZLÁSA	XXIII
6. M: A FORRÁSOK IPARÁG SZERINTI MEGOSZLÁSA	XXIII
7. M: A KÖTELEZETTSÉGEK ÉVENKÉNTI MEGOSZLÁSA	XXIV
8. M: A KÖTELEZETTSÉGEK IPARÁG SZERINTI MEGOSZLÁSA	XXIV
9. M: AZ ESZKÖZÖK IPARÁG SZERINTI MEGOSZLÁSA	XXV
10. M: VARIANCIAANALÍZIS, MÉRET SZERINTI LEÍRÓ STATISZTIKA	XXV
11. M: VARIANCIAANALÍZIS, BONFERRONI TESZT MÉRET SZERINT	XXVI
12. M: VARIANCIAANALÍZIS, STATISZTIKAI RÉGIÓK SZERINTI LEÍRÓ STATISZTIKA	XXVII
13. M: VARIANCIAANALÍZIS, BONFERRONI TESZT STATISZTIKAI RÉGIÓK SZERINT	XXVIII
14. M: VARIANCIAANALÍZIS, IPARÁG SZERINTI LEÍRÓ STATISZTIKA	XXIX
15. M: A TŐKESZERKEZET ÉS A JÖVEDELMEZŐSÉG KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓI MÉRETKÉNT	XXIX
16. M: A TŐKESZERKEZET ÉS A JÖVEDELMEZŐSÉG KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓI STATISZTIKAI RÉGIÓNKÉNT XXX	
17. M: A TŐKESZERKEZET ÉS A JÖVEDELMEZŐSÉG KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓI IPARÁGANKÉNT	XXX
18. M: A TŐKESZERKEZET ÉS A LIKVIDITÁS KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓI MÉRETKÉNT	XXXI
19. M: A TŐKESZERKEZET ÉS A LIKVIDITÁS KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓI STATISZTIKAI RÉGIÓNKÉNT	XXXII
20. M: A TŐKESZERKEZET ÉS A LIKVIDITÁS KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓI IPARÁGANKÉNT	XXXII
21. M: A LIKVIDITÁS ÉS A JÖVEDELMEZŐSÉG KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓI MÉRETKÉNT	XXXIII
22. M: A LIKVIDITÁS ÉS A JÖVEDELMEZŐSÉG KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓI STATISZTIKAI RÉGIÓNKÉNT XXXIV	
23. M: A LIKVIDITÁS ÉS A JÖVEDELMEZŐSÉG KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓI IPARÁGANKÉNT	XXXIV
24. M: A MUTATÓK EREDETI INFORMÁCIÓTARTALMA	XXXV
25. M: A TWO-STEP KLASZTERELJÁRÁS EREDMÉNYE	XXXV
26. M: A TŐKESZERKEZET ÉS A JÖVEDELMEZŐSÉG KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓI KLASZTERENKÉNT	XXXVI
27. M: A TŐKESZERKEZET ÉS A LIKVIDITÁS KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓI KLASZTERENKÉNT	XXXVII

TÁBLÁZATJEGYZÉK

1. táblázat: A WACC elemei és jelentésük	17
2. táblázat: Kalkulatív kamatláb elemei	20
3. táblázat: A KKV szektor hitelállományának alakulása 2015-2022 között (milliárd Ft). 27	27
4. táblázat: Az ügynökelmélet alkalmazhatósága.....	50
5. táblázat: Foglalkoztatottak létszáma Magyarországon KKV kategória szerint, 2015-2021 között (fő)	57
6. táblázat: Hazai vállalkozások száma KKV kategória szerint, 2015-2021 között (db)	58
7. táblázat: Hazai vállalkozások nettó árbevétele KKV kategória szerint, 2015-2021 között (millió Ft).....	58
8. táblázat: Egy foglalkoztatottra jutó árbevétel KKV kategória szerint, 2015-2021 között (ezer Ft/fő).....	59
9. táblázat: Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás nemzetgazdasági ág teljesítménye 2015-2021 között	61
10. táblázat: Információ, kommunikáció nemzetgazdasági ág teljesítménye 2015-2021 között	63
11. táblázat: A vagyoni helyzet elemzésére szolgáló mutatók	69
12. táblázat: A pénzügyi helyzet elemzésére szolgáló mutatók	71
13. táblázat: A jövedelmezőség elemzésére szolgáló mutatók.....	73
14. táblázat: A vizsgált vállalkozások évenkénti megoszlása méret szerint.....	75
15. táblázat: A vizsgált vállalkozások évenkénti megoszlása statisztikai régiók szerint	76
16. táblázat: A vizsgált vállalkozások évenkénti megoszlása iparág szerint.....	77
17. táblázat: A hipotézisek és a módszerek összefoglalása	85
18. táblázat: Varianciaanalízis méret szerinti megoszlása, 2015-2021 átlag adatok alapján	114
19. táblázat: Varianciaanalízis statisztikai régió szerinti megoszlása, 2015-2021 átlag adatok alapján.....	116
20. táblázat: Varianciaanalízis iparág szerinti megoszlása, 2015-2021 átlag adatok alapján	117
21. táblázat: Korrelációs együttható értékelése	119
22. táblázat: A faktoranalízis alkalmazhatóságának eredményei	123
23. táblázat: A faktorok varianciája.....	124

24. táblázat: Rotált faktormátrix.....	125
25. táblázat: A klaszterek elemszáma, megoszlása	126
26. táblázat: Keresztábra elemzés Cramer's V együtthatói.....	126
27. táblázat: A faktorok diszkrimináló hatásának vizsgálata	127
28. táblázat: Végleges klaszterközpontok	128
29. táblázat: A kutatás hipotéziseinek ellenőrzése	140

ÁBRAJEGYZÉK

1. ábra: Finanszírozás formák csoportosítása	11
2. ábra: A tőkeszerkezet meghatározó tényezői	23
3. ábra: A nettó jövedelem (NI) elmélet	44
4. ábra: A nettó működési jövedelem (NOI) elmélet.....	45
5. ábra A hagyományos elmélet	46
6. ábra: Az optimális hitelarány a választásos elmélet szerint	49
7. ábra: Finanszírozási stratégiák.....	53
8. ábra: KKV besorolás	55
9. ábra: A vizsgált ágazatok árbevételének alakulása 2019-2021 között	60
10. ábra: A források méret szerinti megoszlása.....	91
11. ábra: A források statisztikai régiók szerinti megoszlása	92
12. ábra: A források iparág szerinti megoszlása.....	93
13. ábra: A kötelezettségek méret szerinti megoszlása	96
14. ábra: A kötelezettségek statisztikai régiók szerinti megoszlása	96
15. ábra: A kötelezettségek iparág szerinti megoszlása	97
16. ábra: Az eszközök méret szerinti megoszlása	99
17. ábra: Az eszközök statisztikai régiók szerinti megoszlása	100
18. ábra: Az eszközök iparág szerinti megoszlása	101
19. ábra: Az átlagos likviditási mutatók értékeinek változása méretenkénti bontásban ...	104
20. ábra: Az átlagos likviditási mutatók értékeinek változása statisztikai régiókénti bontásban.....	105
21. ábra: Az átlagos likviditási mutatók értékeinek változása iparágankénti bontásban...	106
22. ábra: Az átlagos nettó forgótőke értékének változása méretenkénti bontásban	107
23. ábra: Az átlagos nettó forgótőke értékének változása statisztikai régiókénti bontásban	108
24. ábra: Az átlagos nettó forgótőke értékének változása iparágankénti bontásban	109
25. ábra: Az átlagos jövedelmezőségi mutatók értékeinek változása méretenkénti bontásban	110
26. ábra: Az átlagos jövedelmezőségi mutatók értékeinek változása statisztikai régiókénti bontásban.....	111

27. ábra: Az átlagos jövedelmezőségi mutatók értékeinek változása iparágankénti bontásban	112
28. ábra: Az átlagos lejáratillesszkes mutató értékének változása mérelenkénti bontásban	131
29. ábra: Az átlagos lejáratillesszkes mutató értékének változása statisztikai régiókénti bontásban	132
30. ábra: Az átlagos lejáratillesszkes mutató értékének változása iparágankénti bontásban	133
31. ábra: Jövedelmező és veszteséges vállalkozások aránya mérelenként	136
32. ábra: Jövedelmező és veszteséges vállalkozások aránya statisztikai régióként	137
33. ábra: Jövedelmező és veszteséges vállalkozások aránya iparáganként	137

MAGYARORSZÁG INFORMATIKAI ÉS VENDÉGLÁTÓ ÁGAZATÁBAN MŰKÖDŐ KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOK PÉNZÜGYI HELYZETÉNEK VIZSGÁLATA 2015 ÉS 2021 KÖZÖTT

A globális válságok súlyosan érintik a KKV szektor vállalkozásait, amelyek különösen veszélyeztetettek, hiszen kis méretüknél fogva tőkeellátottságuk gyenge, hitelbesorolásuk alacsony, külső finanszírozási lehetőségek korlátozottan állnak rendelkezésükre.

Az informatika szerepe a koronavírus világjárvány következtében jelentősen felértékelődött, ugyanis azáltal, hogy minden tranzakciót az IT szektor a technológia útján közvetít egyre inkább központi válik. Ugyanakkor a vendéglátás az egyik olyan ágazat, amely rendkívül nagy veszteséget könyvelhetett el, miután az emberek élete a világjárvány megjelenésével a távolságtartásra és egyéb korlátozásokra épült.

Értekezésemben az Információ-technológiai szolgáltatás és a Vendéglátás ágazatokban 2015-2021 között működő, KKV szektorba tartozó vállalkozások tőkeszerkezetét, jövedelmezőségét és likviditását a vállalkozások méretbeli és statisztikai régiók szerinti eltéréseivel mutatom be, majd az így kapott eredményekből összehasonlító értékelő elemzéssel mutatok rá a koronavírus világjárványt megelőzően megfigyelhető tendenciákra, valamint a járvány alatt bekövetkező változásokra.

Az elemzéseim során arra a megállapításra jutottam, hogy a vállalkozások méretének eltérő módszertani meghatározása jelentősen képes befolyásolni különböző méretkategóriákban megjelenő eredményeket a vállalkozások tőkeszerkezete és jövedelmezősége, valamint ezek közötti összefüggések vizsgálatában.

Statisztikai régiók szerinti összehasonlításban megállapítottam, hogy jelentős eltérések figyelhetők meg a magyar KKV szektor vizsgált vállalkozásainál, amelyek hatással vannak a vállalkozások tőkeszerkezetére, jövedelmezőségére és likviditására.

Az iparági adatok elemzése alapján, megállapítottam, hogy a Vendéglátás ágazat tőkeszerkezete, jövedelmezősége és likviditása nagymértékben elkülönül az Információ-technológia szolgáltatás ágazatban működő vállalkozásoktól, ami leginkább a nagyfokú bizonytalanságot jelentő kockázati tényezőkre vezethető vissza.

A megállapított új tudományos eredmények alapján arra a következtetésre jutottam, hogy a vizsgált vállalkozások optimális tőkeszerkezete nem egy konkrét pontban, hanem meghatározott tartományban határozható meg, amely több mikro- és makrogazdasági tényező együttes hatásának eredményeként állapítható meg.

EXAMINATION OF THE FINANCIAL SITUATION OF SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES OPERATING IN THE INFORMATION TECHNOLOGY AND HOSPITALITY SECTORS IN HUNGARY BETWEEN 2015 AND 2021

Global crises severely affect the businesses within the SME sector, which are particularly vulnerable due to their small size, resulting in weak capitalization, low credit ratings, and limited access to external financing options.

The role of information technology has significantly increased due to the coronavirus pandemic, because it becomes central by mediating every transaction through technology within the IT sector. However, the hospitality industry is one of the sectors that has suffered a tremendous loss, after people's lives shifted towards social distancing and other restrictions with the advent of the pandemic.

In my dissertation, I present the capital structure, profitability, and liquidity of businesses operating in the Information Technology Services and Hospitality sectors between 2015-2021, belonging to the SME sector, with variances by business size and statistical regions, and then I use a comparative evaluative analysis based on these results to highlight the trends observable prior to the coronavirus pandemic and the changes that occurred during the pandemic.

Through my analyses, I have concluded that the differing methodological definitions of business size significantly influence the outcomes seen across different size categories in examining the capital structure and profitability of businesses, as well as the relationships between them.

In comparisons by statistical regions, I found significant differences among the Hungarian SME sector businesses studied, which affect their capital structure, profitability, and liquidity.

Based on the analysis of industry data, I determined that the capital structure, profitability, and liquidity of the Hospitality sector significantly diverge from those of businesses operating in the Information Technology Services sector, primarily due to risk factors representing a high degree of uncertainty.

Based on the new scientific findings, I have concluded that the optimal capital structure of the examined businesses is not defined at a specific point but can be determined within a certain range, which is the result of the combined effect of various micro- and macroeconomic factors.

1. BEVEZETÉS

Az elemzés az emberi gondolkodás eszköze a világ eseményeinek, tendenciáinak megismerésére, amely a külső és belső érdekhordozók részére, az elemzés tárgyát képező adatok elemeinek módszeres vizsgálatával információt nyújt a rendszer működéséről. Az elemzés célja, hogy feltárja és számszerűen értékelje azokat a körülményeket, amelyek befolyásolják a vállalkozás gazdálkodását, megalapozza a vezetés döntéseit, a hozott intézkedések végrehajtását.

1.1. TÉMAFELVETÉS

A vállalkozások működésében kiemelt szerepet kell betöltenie a tervezésnek és az elemzésnek, ugyanis a likviditás optimális szabályozásával és a jól megválasztott befektetési és finanszírozási döntések meghozatalával hosszú távon stabilizálódhat a vállalkozások vagyoni-, jövedelmezőségi- és piaci helyzete, fennmaradása. A finanszírozási döntések során a kockázat-hozam-likviditás relációk figyelembevételével a vállalatvezetőknek olyan tőkeszerkezet kialakítására kell törekedniük, amely leginkább hozzájárul a vállalat értékének növeléséhez. Katits-Szalka (2015) szerint a vállalkozások életképességének és eredményességének elsődleges forrását az általuk végzett tevékenység árbevétel generáló képessége adja, ez az árbevétel pedig a vállalkozás valamely tevékenységének pénzben kifejezett ellenértéke. (Szakács, 2015)

A tőkeszerkezettel foglalkozó kutatások fő kérdései az optimális saját tőke arányra, a beruházások finanszírozási módjára, valamint a finanszírozási lehetőségek sorrendjére irányulnak, amelyek a saját tőkére, idegen tőkére ható tényezőket és a döntés során figyelembe veendő kritériumokat, valamint a kialakult tőkeszerkezet által elért teljesítmény és piaci érték összefüggéseit vizsgálják. A tőkeszerkezet optimalizálása amellet, hogy maximalizálja a vállalat piaci értékét, egyben minimalizálja a tőkeköltséget.

Korábbi kutatásaim és publikációim magyar-, svéd-, olasz-, norvég KKV szektor különböző években vizsgált vállalkozásainak tőkeszerkezet-, likviditás-, és jövedelmezőség elemzéséhez kapcsolódtak, amelyekkel több esetben igazoltam, hogy a vállalkozások tőkeszerkezete, jövedelmezősége, likviditása méreteenként, statisztikai régióként és iparáganként is eltérő lehet, ezért a torzító hatás elkerülése és a korrekt eredmény elérése

érdekében a tőkeszerkezeti, jövedelmezőségi, likviditási és hatékonysági mutatók, valamint ezek összefüggéseinek vizsgálata iparáganként indokolt. Ennek megfelelően jelen disszertációban, a 2015-2021 között folyamatosan működő (és folyamatosan a KKV szektorba tartozó), a magyar KKV szektor kettős könyvvitelt vezető Információ-technológia szolgáltatás ágazatában és Vendéglátás ágazatában határoltam le azt a területet, amely alapján az elemzéseket végeztem.

1.2. A TÉMA AKTUALITÁSA

A globális válságok súlyosan érintik a KKV szektor vállalkozásait, akik több okból is különösen veszélyeztetettek, sebezhetőek, hiszen kis méretüknél fogva nem tudják tovább csökkenteni a foglalkoztatottak létszámát, finanszírozási szerkezetük és tőkeellátottságuk gyenge, hitelbesorolásuk alacsony. Nagymértékben függenek a külső finanszírozási lehetőségektől, amelyek korlátozottan állnak rendelkezésükre, így azok tovább nehezítik gazdasági versenyképességüket. (Jeneiné et al., 2021) Különösen fontos problémának számít a finanszírozási forráshoz való hozzájutás nehézsége, mely főleg az indulásnál, illetve a korai növekedési szakaszban lehet kritikus, a vállalkozás fennmaradását alapvetően veszélyeztető jelenség.

Az elmúlt néhány évben az informatikai eszközök, az új technológiák a versenyképesség fő meghatározójává váltak, ezért releváns kutatási kérdésnek gondolom annak vizsgálatát, hogy az informatikai vállalatok megoszlása, részesedése hogyan alakul hazánkban és milyen módon befolyásolják a gazdasági és társadalmi változásokat. Magyarországon a koronavírus világjárvány megjelenése után, 2020. március 11-én veszélyhelyzetet hirdettek ki, amelyet követően különleges jogrend és számos korlátozás lépett életbe egészen június közepéig. Az emberek és a vállalkozások megszokott élete a kijárási korlátozások miatt megváltozott, a gazdaság egy része és számos intézmény működése leállt, ami jelentős károkat okozott. Ebben az időszakban a koronavírus világjárvány kapcsán az egyik legmeghatározóbb gazdasági tényező a bizonytalanság volt, ami még a poszt pandémiás időszakban is jelentős mértékben megfigyelhető volt a vállalkozások életében. (Baker et al., 2020)

Az Információ-technológia szolgáltatás ágazat és Vendéglátás ágazat ilyen jellegű összehasonlító elemzése kiemelten időszerűnek tekinthető, mivel az informatika szerepe a koronavírus világjárvány következtében jelentősen felértékelődött, ugyanis ez a terület nemcsak a versenyképesség fenntartásában játszik fontos szerepet, hanem azáltal, hogy

minden tranzakciót az IT szektor a technológia útján közvetít egyre inkább központiává válik. Ugyanakkor a vendéglátás az egyik olyan ágazat, amely rendkívül nagy veszteséget könyvelhetett el, miután az emberek élete a világjárvány megjelenésével a távolságtartásra és egyéb korlátozásokra épült.

Mindezek alapján a vállalkozások finanszírozásával, az optimális idegen forrás arány meghatározásával foglalkozó kutatás aktualitása nem kérdéses. A kutatás egyediségét az adja, hogy az Információ-technológiai szolgáltatás és a Vendéglátás ágazatokban működő, KKV szektorba tartozó vállalkozások tőkeszerkezetét, jövedelmezőségét és likviditását a vállalkozások méretbeli és a statisztikai régiók alapján megjelenő különbözőségeivel mutatja be, majd az így kapott eredményekből összehasonlító értékelő elemzéssel mutat rá a koronavírus világjárványt megelőzően megfigyelhető tendenciákra, valamint a járvány alatt bekövetkező változásokra. A kutatás lehetővé teszi az egyes magyarországi statisztikai régiók szintetizáló helyzetértékelését és összehasonlítását. A tőkeáttétel szabályszerűségeire vonatkozó hatásait, valamint a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti kapcsolat több szempontból kerül vizsgálat alá, továbbá ez az elemzés más ágazatok vizsgálatával egy későbbi komplex értékelésnek lehet a megindítója, amely a vizsgált vállalkozások körében a koronavírus világjárvány gazdasági hatásainak dinamikáját, összefüggéseit, kölcsönhatásait kívánja megérteni. A jelen disszertációban feltárt összefüggések ugyanakkor a jövőbeli kutatások irányának meghatározásában is segítséget nyújthatnak, további új eredményekkel gazdagíthatják a tőkeszerkezettel foglalkozó szakirodalmat.

1.3. A KUTATÁS CÉLJA

A 2016-tól - a PhD képzés kapcsán - megkezdett vizsgálataim célkitűzése a KKV szektor tőkeszerkezetében 2015 óta végbement változások nyomon követése, a tendenciák feltárása, a változások okainak kiderítése. Vizsgálataim középpontjában a Magyarországon és más európai országokban működő és folyamatosan a KKV szektorba tartozó vállalkozások állnak. Vizsgáltam - és a továbbiakban is vizsgálni kívánom - a KKV szektor vállalkozásainak a tőkestruktúrájának alakulását, feltárva a méret, statisztikai régió és iparági tendenciákkal való összefüggéseket. Álláspontom szerint heterogén és homogén csoportok összehasonlító elemzésével olyan korábban nem ismert összefüggések és tényezők is feltárhatóak a vállalkozások működésében (különös tekintettel a KKV szektor vállalkozásainak működésében), amelyek statisztikailag igazolható módon befolyásolják a

jövedelmezőség és likviditás szempontjából optimális tőkeszerkezetet és amelyeknek gazdasági válság idején kiemelt szerepük van. Disszertációmban a 2015-2021 közötti időszak vonatkozásában méret, statisztikai régió és iparág szerinti csoportosításban (tevékenységi körönként) vizsgáltam a magyar KKV szektor kettős könyvvitelt vezető Információ-technológiai szolgáltatás ágazatának és Vendéglátás ágazatának tőkeszerkezetét, a likviditását és a jövedelmezőségi helyzetét.

A kutatás célja, hogy a vizsgált vállalkozások körében, méret-, statisztikai régió- és iparág szerinti különbségeket is figyelembe véve feltárja, hogy a tőkeszerkezet időbeli alakulása (különös tekintettel a koronavírus világjárvány időszakára) hogyan befolyásolja a jövedelmezőséget, illetve a likviditást továbbá, hogy meghatározza, a jövedelmezőség és a likviditás kapcsolatát, valamint azok összefüggéseit. Kutatásom céljait a következők szerint fogalmaztam meg:

C1: A hazai és a nemzetközi szakirodalom feldolgozása alapján a tőkeszerkezeti elméletek, valamint a tőkeszerkezet befolyásoló tényezők megismerése, továbbá a tőkeszerkezet jövedelmezőségre gyakorolt időbeli alakulása, hatásainak feltárása.

C2: A mérleg és eredménykimutatást tartalmazó adatbázis alapján, leíró statisztikai módszerek segítségével egyes forrásszerkezeti és eszközszerkezeti mutatók, továbbá a likviditás, a nettó forgótőke és a jövedelmezőség évenkénti változásainak, a megfigyelhető trendeknek, törvényszerűségeknek méret-, statisztikai régió- és iparág szerinti bemutatása.

C3: A mérleg és eredménykimutatást tartalmazó adatbázis alapján, a tőkeszerkezet alakulásának, változásainak szempontjából a jövedelmezőséget meghatározó tényezők feltárása, azon tényezők elemzése, amelyek hatást gyakorolnak a saját tőke, a hosszú- és rövid lejáratú kötelezettségek állományára és arányára.

C4: A KKV szektorba tartozó Információ-technológiai szolgáltatás ágazat és Vendéglátás ágazat vállalkozásainak értékelő elemzése jövedelmezőség, likviditás és az eszközök összetétele alapján, a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség összefüggéseinek figyelembevételével.

C5: A koronavírus világjárvány megjelenése előtt és alatt (2021-ig) megfigyelhető hatások, tőkeszerkezeti változások többrétű elemzése, tendenciák feltárása méret, statisztikai régió és iparág szerint.

C6: A pozitív adózás előtti eredmény és eladósodottság közötti kapcsolat feltárása, a megfigyelhető törvényszerűségeknek méret-, statisztikai régió- és iparág megközelítésű bemutatása.

Kutatásom további alapvető célja, hogy a fentiekben ismertetett célkitűzésekre adott válaszok széles körben történő publikálásán keresztül hozzájáruljon a KKV szektorban alkalmazott finanszírozás, jövedelmezőség és likviditás hatékonyságának javításához.

1.4. HIPOTÉZISEK

A kutatás elsősorban a pénzügyi beszámolókból kinyerhető mutatószámok elemzésére fókuszál, ahol a mikro tényezők esetében a szubjektivitás szerepe elhanyagolható, a magyarázó változók konkrétan jellemezhetők egy vagy több mutatószámmal, aminek az alapja a mérleg és eredmény kimutatás.

H1: Szignifikáns különbségek figyelhetőek meg méret, statisztikai régió, és iparág alapján a magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásainak tőkeszerkezetében 2015-2021 között.

H2: A magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásainál 2015-2021 között a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség, a tőkeszerkezet és a likviditás, valamint a jövedelmezőség és likviditás közötti kapcsolat erőssége és iránya függ a vállalkozás méretétől, statisztikai régiójától és tevékenységi körétől.

A KKV szektorban a nagyobb méretű vállalkozások általában diverzifikáltabbak és kisebb a pénzügyi nehézség bekövetkezésének a valószínűsége, mint a kisebb vállalkozások esetén. (Titman-Wessels, 1988) Statisztikai régiók alapján hazai KKV szektorra jellemző, hogy a főváros évtizedek óta minden gazdasági mutatót tekintve kiemelkedik az országból, ezáltal ez a szektor Közép-Magyarországon koncentrálódik. Iparági különbségeket tekintve az Információ-technológiai szolgáltatás ágazatban működő vállalkozások általában magasabb növekedési potenciállal rendelkeznek, mint a Vendéglátó ágazatban működő vállalkozások.

H3: A magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) 2015-2021 között működő vállalkozásai vagyoni- pénzügyi- és jövedelmezőségi mutatószámai alapján homogén csoportokba sorolhatóak, amely csoportokban a tőkeszerkezet és jövedelmezőség, valamint a tőkeszerkezet és likviditás közötti kapcsolat erőssége és iránya eltérő.

A korábbi kutatásaim alapján a különböző ágazatokban működő KKV szektorba tartozó vállalkozások pénzügyi szerkezete, likviditása és jövedelmezősége jelentősen eltérő mintákat mutatnak, melyeket az ágazatspecifikus kockázatok, piaci viszonyok és üzleti modellek befolyásolnak.

H4: A magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásainál 2015-2021 között méret, statisztikai régió és iparág alapján is konzervatív finanszírozási stratégia érvényesül a lejáratil illeszkedést illetően, miszerint a vállalkozások a befektetett eszközeiket és a forgóeszközöket nagy részét is hosszú lejáratú forrásból finanszírozzák.

A KKV szektor egyik legfontosabb növekedési korlátja a tőkehiány és a finanszírozási forrásokhoz való nehéz hozzájutás. Mindebből arra lehet következtetni, hogy a KKV szektor vállalkozásai a finanszírozási szerkezetüket inkább rövid lejáratú hitelekre, szállítói finanszírozásra vagy tagi kölcsönre alapozzák, mint a tartósabb, hosszabb lejáratú forrásokra.

H5: A magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásainál 2015-2021 között pozitív adózás előtti eredmény egy meghatározott eladósodottsági szint mellett jobban valószínűsíthető, továbbá ez a szint méret, statisztikai régió és iparág alapján eltérően érvényesül.

Az optimális tőkeszerkezet meghatározásával foglalkozó, több évtizedre visszanyúló kutatások közös konklúziója, hogy az idegen és a saját források optimális aránya méret, statisztikai régió és iparág szerint, de még vállalkozásonként is eltérő.

2. SZAKIRODALMI ÁTTEKINTÉS

2.1. A VÁLLALKOZÁSOK FINANSZÍROZÁSA

A vállalkozásokat tulajdonosaik azzal a céllal hozzák létre, hogy annak üzleti tevékenységéből nyereséget realizálhassanak. Annak érdekében, hogy megkezdhessék működésüket, elindíthassák termelési vagy szolgáltatásnyújtási tevékenységüket, pénzügyi forrásokra van szükségük. (Tóth et al., 2017)

A vállalkozás finanszírozása tehát a vállalkozás értékteremtő folyamatának biztosításához, működéséhez szükséges pénzügyi források megteremtését jelenti, ezzel kialakítva a fenntartható vállalkozás finanszírozás folyamatát. A vállalkozások működésük során eszközöket használnak fel, amelyeket számviteli értelemben a mérlegben a befektetett eszközök és a forgóeszközök főcsoportjaiba sorolnak be. Finanszírozási szempontból az eszközöket az alapján csoportosítjuk, hogy finanszírozásukról milyen időtávon keresztül kell gondoskodni, a termelésben mennyire tartósan vannak lekötve. Ez alapján a befektetett eszközök tartósan finanszírozandó eszköznek minősülnek, a forgóeszközök finanszírozását azonban további két csoportra bonthatjuk. (Pataki, 2003)

A forgóeszközök egy része a működési ciklusok során tartósan rendelkezésre áll, folyamatosan megújul, a bennük lekötött tőke azonban nem szabadul fel, mert a termelés folyamatosságához állandó jelenlétükre van szükség. Ez az állandóan jelen lévő állomány a tartósan lekötött forgóeszköz, vagy más néven forgótőke (a forgóeszközökben tartósan lekötött tőke). A forgóeszközöknek ez az értéke, szintén a tartósan finanszírozandó eszközök közé sorolandó. A forgóeszközök másik csoportja, amely a termelési folyamatban időszakosan (szezonális, vagy konjunkturális hatásokhoz igazodva) vesz csak részt, átmeneti jelleggel finanszírozandó eszköznek minősülnek.

A pénzügyi szolgáltatásokhoz való hozzáférés javítása, számos területen lehet pozitív hatással gazdaságra és a KKV szektorra, ugyanakkor a KKV szektor hitelfelvételi lehetőségei a pénzpiac veszteségei következtében szűkültek. (Hegedűs, 2012) Hozzájárulhat az gazdasági növekedéshez, mivel elősegíti a vállalkozások pénzügyi aktivitását, lehetővé teszi a vállalkozások számára, hogy fenntarthatóbb és környezetbarátabb üzleti gyakorlatokat folytassanak, továbbá növeli a pénzügyi hatékonyságot. (Nasir et al., 2022)

2.1.1. A finanszírozás formái

A finanszírozásnak különböző formái léteznek. A csoportosítás egyik lehetséges szempontja, hogy a forrásként felhasználásra kerülő tőke honnan kerül a vállalkozáshoz. A finanszírozás forrása szerint megkülönböztetünk belső és külső, illetve a kapcsolódó jogok alapján saját és idegen forrásokat. Fontos megjegyezni, hogy a belső forrás nem jelenti a saját forrás szinonimáját, ahogy a külső és az idegen források sem ugyan azt a forráscsoportot jelölik. A saját források jellemzően olyan belső forrásokat jelentenek, amelyek a nyereséges gazdálkodás során keletkező profit felhasználásával, illetve a meglévő források intenzívebb kihasználásával biztosítják a vállalkozások tőkeszükségletét (Béza et al., 2013), de a vállalkozáson kívülről is a vállalkozás rendelkezésére bocsáthatók, például tőkeemelés formájában.

Belső források

A belső finanszírozásnak három esetét különböztetjük meg, amelyek jellemzően a vállalat által korábban megtermelt vagyonelemeket használják a beruházásokhoz szükséges pénzeszközök előteremtésére.

Profit visszatartása: a vállalkozás által megtermelt tárgyévi, illetve a korábbi években felhalmozott, tulajdonosoknak osztalékként ki nem fizetett szabad pénzáramok összessége, amely növeli a saját tőke értékét, ezáltal a vállalkozás vagyona is nő (Belovecz-Borszéki, 2013). Ezt a típust különböző szakirodalmak önfinanszírozásnak is nevezik. Ebben az esetben a befektetési lehetőségeknek legalább olyan hozamot kell ígérniük a forrás tulajdonosainak, mint amit a hasonló kockázatú alternatív befektetési lehetőségeken elérnének. Az önfinanszírozás révén szerzett forrásokat sok szempontból hasonlóan kezeljük és értékeljük, mint a részesedésfinanszírozás révén szerzetteket.

Amortizáció: adóalap csökkentő hatása révén tulajdonképpen a vállalkozás nyereségét növeli, ezáltal implicit módon finanszírozza a vállalkozást, a visszatartott profit részeként valósul meg a finanszírozás.

Eszközértékesítés: olyan vagyonelemek értékesítése, amelyeket a vállalkozás hajlandó feláldozni a szükséges likviditás megteremtése érdekében. Ebbe a csoportba tartozik a befektetett eszköz, valamint a forgóeszköz értékesítése is (készletek, követelések, pénzeszközök állományának csökkentése), a vállalkozás működéséhez szükségtelen, kihasználatlan vagy veszteséges üzemeltetésű eszközök értékesítése. Ide tartozik a befektetési célú értékpapírok, részesedések értékesítése is, amely a legkisebb kockázattal

járó befektetett eszközadásnak tekinthető. (Béza et al., 2013) A vállalkozásnak ugyanakkor mérlegelnie kell az aktuális piaci körülményeket is és minimalizálni szükséges a vagyontranszferhez köthető veszteségeket. (Myers, 2001)

A belső finanszírozáshoz kapcsolódóan érdemes megemlíteni a „bootstrapping” technikákat vagy magyarul a pénzkímélő önfinanszírozási technikákat, amelyek nem jelentenek közvetlen finanszírozási megoldást, de azok helyes alkalmazása lehetőséget teremthet a pénzügyi nehézségek kiküszöbölésére. Meglepő lehet, de egyáltalán nem új, hanem főként a KKV szektor körében már régóta alkalmazott önfinanszírozási módszerekről van szó, amelyeket világszerte használnak. (Carter-Auken, 2005)

A bootstrapping a szakirodalomban gyakran a szűkös pénzügyi erőforrások kompenzálásaként jelenik meg. (Bhide, 1992) Winborg Joakim és Landstrom Hans (2001) megfogalmazása szerint a bootstrapping a kisvállalkozások olyan pénzügyi technikáinak összessége, amelynek célja, hogy hatékonyan megoldja a vállalat felmerülő erőforrásigényét anélkül, hogy annak hosszú távú külső finanszírozási forrást kellene igénybe vennie. Ilyen kompenzációval a vállalkozás a szállítóinál kedvezőbb kondíciók kialakítását, a vevőinél vásárlási és fizetési kedvezményeket, bónusz és ösztönzési rendszerek kialakítását tudja biztosítani, amelyek más érdekelttek (pl. munkavállalók, üzleti partnerek, külső finanszírozók) közötti szerződéses kapcsolatokon alapulnak és alkalmazhatóságuk erősen függ is tőlük. (Ebben-Johnson, 2006) Az eszközök megosztása más vállalkozásokkal való közös használatra, valamint a logisztikai tervezés a szállítási költségek minimalizálása érdekében is jellemző az önfinanszírozó technikák között.

A nemzetközi szakirodalom különbséget tesz az egyes technikák és azok csoportjai között a hatékonyságuk és a vállalkozás fejlődését előmozdító szerepe szerint. Ebből adódóan, ami rövidtávon a vállalat számára a finanszírozási forrásokhoz való hozzáférés szempontjából megoldást jelenthet, ideiglenesen megoldhatja a vállalkozások likviditási problémáit, az hosszú távon a teljesítmény romlásához, esetleg a piacról való kiszoruláshoz vezethet. (Lahm-Little, 2005) Bootstrapping esetén alapvetően kétféle vállalkozói magatartás képzelhető el. Az egyik esetben az adott bootstrapping technika használatával az érintett vállalkozás úgy kerül számára előnyösebb helyzetbe, hogy az a másik felet is kedvezően érinti. A két fél között kialakuló szituáció win-win jellegű (szimbiotikus bootstrapping technika), azonban vannak olyan bootstrapping technikák, amelyekből ugyan az önmagát finanszírozó vállalkozás profitot szerez, de azok a másik felet kimondottan hátrányosan érintik. Az így kialakuló szituáció win-lose jellegű (parazita bootstrapping

technika). A parazita technikák igénybevétele helyett jövedelmezőbb lehet az előre tekintés, a fejlesztés és az innováció, amelyhez hosszú távú külső finanszírozási forrásra van szükség, amely nem helyettesíthető a takarékos működésből származó többletforrással. (Horváth, 2016)

Külső források

Ezek a külső források olyan, a vállalkozáson kívülről biztosított források, amelyek az alapján, hogy tulajdon vagy hitelviszonyt testesítenek meg, szintén lehetnek saját és idegen források, másként kifejezve tőkejellegű és adósságjellegű források.

Adósságjellegű források: olyan finanszírozási megoldások, amelyek csupán átmenetileg állnak a vállalkozás rendelkezésére, a tőkét nyújtók kikötik a tőke visszafizetésének kötelezettségét és tőkéjükért előre rögzített használati díjat számítanak fel. Az ilyen típusú finanszírozási megoldások hitelezési jogviszonyt testesítenek meg, hitelviszony jön létre a tőkét nyújtó és a tőkét igénybe vevő vállalkozás között. A hitelviszony háttérben meghúzódó tőkeátcsoportosítás történhet közvetlen módon, vagy közvetítő eszköz (pl.: értékpapír, kötvény) közbeiktatásával. Ebbe a csoportba tartoznak a bank- vagy kereskedelmi hitelek (szállítói hitelek, vevői előlegek) tulajdonosi/tagi kölcsönök, a lízing és a kötvénykibocsátás.

Tőkejellegű források: amelyeket a vállalkozáson kívül álló személyek (üzleti angyalok, részvényesek) vagy intézmények (kockázatitőkealap-kezelők), jellemzően magas hozam elérése érdekében, részesedés finanszírozás formájában bocsátanak a vállalkozás rendelkezésére. Ezzel a megoldással a tőkét nyújtó tőkeemelés révén tulajdonosként lép be a vállalkozásba, vagy korábbi tulajdoni részarányát növeli. Ezt a finanszírozási formát részesedés finanszírozásnak nevezzük. A külső finanszírozás nem azonosítható az idegen tőke szerzéssel, hiszen saját tőke szerzésére is nyílik ily módon lehetőség.

Egy vállalkozás szempontjából a legkedvezőbb külső forrásszerzési lehetőség a kereskedelmi hitel. Minél erősebb a piaci pozíciója egy gazdasági szervezetnek, annál inkább tud élni ezzel a forrásszerzési lehetőséggel. A KKV szektor vállalkozásai kevés saját tőkével rendelkeznek, ebből kifolyólag az alacsony kockázatvállalás és fedezethiány miatt nagy kockázatot jelentenek a hitelezőkre nézve. (Borszéki, 1998) Szintén fennakadásokhoz vezethet a likviditás hiánya. Gyenge alkupozíciójuk által nagy fizetési határidőkkel szembesülnek vevőik részéről, és a nemfizetés veszélye is fennáll, míg beszállítóik kevésbé

veszik figyelembe a méretükből adódó fizetési sajátosságukat. Mindemellett kevés vevői és szállítói kapcsolatuk miatt akár egy vevő vagy egy szállító elvesztése is komoly gondokat jelenthet számukra. (Gál, 2013)

A közvetlen és közvetett finanszírozás közötti döntést nagyban befolyásolja a bevonni kívánt forrás mértéke. Egy kötvénykibocsátás során a vállalatnak számolnia kell az ehhez kapcsolódó tranzakciós költségekkel, mint például a szervezési, lebonyolítási, jegyzési, garanciavállalási, értékpapír azonosító kiadási és dematerializált értékpapír keletkeztetési díj. Ezek a költségek a kibocsátani kívánt értékpapír mennyiségétől függetlenek, ezért egy bizonyos szint után a közvetett forrásokkal szemben realizált kamatnyereség már meghaladja a tranzakciós költségeket, így a kötvénykibocsátás a kedvezőbb alternatíva. (Szűcs, 2018)

A vissza nem térítendő külső forrásbevonás módja a vállalati részvénykibocsátás, ahol számolni kell a kibocsátás költségeivel és a tulajdonjog egy részének átruházásából adódó korlátozásokkal, cserébe nem terheli kamatfizetési kötelezettség. Az új részvényes a tulajdonjog mértékének függvényében igényt tarthat az osztalékként kifizethető nyereség egy részére, részt vehet a közgyűléseken és beleszólása lehet a vezetők kiválasztásába. Finanszírozói oldalon a kockázatot az árfolyam csökkenése, az osztalékként kivehető nyereség nem megfelelő szintje, illetve az értékpapír likviditásának a hiánya jelentik. (Gyulai, 2011)

FINANSZÍROZÁSI FORMÁK					
	Belső források		Külső források		
			Tőkejellegű	Adósságjellegű	
				Intézményes	Nem intézményes
Idegen tőke		- halasztott fizetés		- bankhitel - lízing	- tagi kölcsön - szállítói tartozás - vevő előleg - kötvény
Saját tőke		- visszatartott profit - amortizáció - eszköz felszabadítása	- kockázati tőke - tőkeemelés - részvény		

1. ábra: Finanszírozás formák csoportosítása
(Forrás: Saját szerkesztés)

Az előzőek alapján a KKV-k esetében a tulajdonosoktól származó külső közvetlen finanszírozás, a tagi kölcsön a legelterjedtebb, melynek legnagyobb előnye, hogy a kamatköltségek a tulajdonoshoz kerülnek és a lejárat tekintetében is nagyobb mozgástér áll rendelkezésre, mint egy bankhitel esetében.

A fintech-forradalom természetesen a finanszírozás és a tőkegyűjtés világát is elérte, ahol a kulcsfogalom a crowdfunding (CF), vagyis a közösségi finanszírozás. KKV-k esetében napjainkban sokkal inkább felértékelődnek az alternatív finanszírozási megoldások lehetőségei, mint a fintech cégek által kínált pénzügyi informatikai rendszerek, a peer-to-peer lending (P2P lending, azaz egyenrangú felek közötti, vagy közösségi hitelezés), vagy a crowdfunding vagyis a sharing economy modelljére épülő finanszírozási megoldások, de ebbe a körbe tartozik a kriptovaluták megjelenése is. (Mester et. al., 2017)

A személyközi hitelezés (peer-to-peer, p2p, azaz egyenrangú felek közötti hitelezés vagy közösségi hitelezés) a legtágabb értelemben a személyek („egyenrangú felek”) között közvetlenül, hagyományos pénzintézet közvetítése nélkül létrejövő pénzügyi tranzakciók egy fajtája. Ez a fajta közösségi hitelezés elsősorban hitelezés és kölcsönfelvétel, de más, ennél bonyolultabb tranzakciókat is elősegíthet, ami annyit jelent, hogy a potenciális ügyfelek a bankok kihagyásával, közvetlenül egymásnak nyújtanak forrásokat, direkt erre a célra kialakított hitelezési platformokon keresztül. A p2p előnye, hogy a hitelkérelmező nagyon egyszerűen és gyorsan, a túlzott bürokratikus rendszer kiiktatásával vehet fel hitelt, valamint olyan személyek és vállalkozások is forráshoz juthatnak, akik a mainstream hitelintézetek szerint nem felelnek meg a hitelképesség kritériumának. Ezzel a technikával a banki gyakorlat alapvető feltételeit jelentő, megfelelő mennyiségű tárgyi fedezettel nem rendelkező, de életképes vállalkozásoknak is lehetőségük van külső forrásokhoz jutni.

A részvénytípusú (equity-based) crowdfunding, amikor egy kezdő vállalkozás bemutatja az ígéretes ötletét és a finanszírozók, ha pénzt adnak, tulajdont szereznek a vállalkozásban. Az ilyen tőke alapú rendszerek induló vállalkozásoknak nyújtanak kockázati tőkebefektetési lehetőséget. Itt nem hitelről beszélünk, hanem üzletrésztársaságról, ami induló cég számára kiváló alternatív lehetőség a forráshoz jutáshoz.

Magyarország is elkötelezett más európai országgal együtt a 2019. decemberben elfogadott EU Klímasemlegességi céljait deklaráló Párizsi egyezmény mellett. A fenntartható fejlődés megőrzéséhez a pénzügyi termékek zölddebbé tétele is elengedhetetlen, mivel ezek biztosíthatják az említett fenntartható fejlődésünk finanszírozását. Magyarország az

üvegházhatású gázok kibocsátását legalább 40%-kal csökkenti 2030-ig az 1990. évhez képest¹. További törvényi szintű vállalás, hogy Magyarország a bruttó végső energiafogyasztásban legalább 21%-os megújuló energiaforrás részarányt ér el a 2030. évig, valamint 2050. évre elérjük a teljes klímasemlegességet. Ahhoz, hogy ezen célok teljesüljenek beruházások szükségesek, amelyek viszont többlet pénzügyi forrást igényelnek. A pénzügyi források előteremtésének igénye alapot teremtett a zöld kötvények megjelenésének. (Széles-Baranyi, 2023) A zöldtechnológiák gyors előretörése figyelemre méltó üzleti lehetőségeket is rejt, amelyek kihasználását a zöldpénzügyi-termékek nagymértékben támogathatják. A zöldkötvények-, hitelek-, betétek, valamint a befektetési alapok legfőbb célja, hogy az összegyűjtött és felhasználásra kerülő forrás kizárólag környezeti, energiahatékonysági szempontból hasznos beruházásra kerüljön felhasználásra. A zöldkötvények a hagyományos kötvényektől alapvetően abban különböznek, hogy kizárólag olyan beruházásokat finanszíroznak, amelyeknek van valamilyen közvetlen vagy közvetett környezet- vagy éghajlatvédelmi előnye. (Baranyi et al., 2022) A zöld kötvények elősegítik a tőke környezetbarát beruházásokba csatornázását, és ezzel a hosszú távú faktorokat figyelembe vevő hatékony tőkeallokációt. (Deloitte, 2021)

A Növekedés Kötvényprogram (NKP) égisze alatt megvalósult utolsó kibocsátásig a program keretein belül összesen 20 kibocsátó zöldkötvényei kerültek piacra, 539 milliárd forint névértéken. Ez az NKP által támogatott kötvénykibocsátás mintegy 19%-át tette ki. Jelenleg fennálló hazai nem pénzügyi vállalatok kötvényét tekintve 15 százalékot tesznek ki a zöldkötvények. A kibocsátók főképp energiahatékonyság javítását célzó beruházási projektek finanszírozására vontak be ily módon forrást. Kibocsátási érték alapján a legjelentősebb hazai zöldkötvény-kibocsátóknak a kereskedelmi ingatlanfejlesztők tekinthetők, őket követik a megújuló energiatermeléssel foglalkozó, valamint a feldolgozóipari vállalatok. (MNB, 2023)

2.1.2. A tőke költsége

Egyes dinamikus beruházás-gazdaságossági számításokhoz (pl.: a nettó jelenérték vagy a jövedelmezőségi index), elengedhetetlen a hozamelvárás rátáját számszerűsítő kamatláb pontos értékének előzetes meghatározása. Tekintettel arra, hogy az alkalmazott kamatláb nagyságától erősen függ a számítások végeredménye és ezzel együtt a beruházások

¹ 2020. évi XLIV. számú törvény a Klímavédelemről

gazdaságosságának megítélése, annak meghatározása igen nagy körültekintést igényel a vállalati szakemberektől. (Szűcsné, 2014)

A tőkeköltség a tartós finanszírozási források ára, az a hozamráta, amit a vállalatnak a hitelezők és a részvényesek (a befektetők), számára fizetni kell ahhoz, hogy a vállalat által kibocsátott értékpapírokat megvásárolják. A tőkeköltség (cost of capital) a forrást rendelkezésre bocsátók, azaz a befektetők oldaláról és a tőkét igénybe vevő vállalkozás oldaláról közelíthető meg. A befektetők oldaláról a tőke költsége az általuk a befektetés (a rendelkezésre bocsátott tőke) fejében elvárt hozam, melynek nagyságát a pénzügyi piacok kereslet-kínálati viszonyai és a felmerülő kockázatok határozzák meg. A vállalkozás oldaláról a tőke költsége a szükséges források megszerzésének ára. A legtöbb tőkeszerkezettel foglalkozó kutatás megállapította, hogy a forrásköltségeknek fontos szerepe van az optimális tőkestruktúra kialakításában, így a kifizethető osztalék, valamint a vállalat értékének a növelésében is. Ehhez a tulajdonosokon kívül az egyéb külső és belső érdekelteknek is fűződik közvetlen vagy közvetett érdeke, tekintve, hogy követeléseik teljesítésének egyfajta garanciáját jelentheti. (Sisa, 2009)

Lényegét tekintve a saját és idegen források is költségesek a vállalkozások számára, azonban, ha azokat nem használják fel, akkor az így felszabadított tőke máshol nyereségesen is befektethető. (Bélyácz, 2013) A tőkeszerkezeten belül tehát minden tőkeelemnek saját és egyedi költsége van, ami elsősorban annak kockázatától függ (Pratt-Grabowski, 2010), ugyanis minél nagyobb egy ágazat kockázata, annál magasabb lesz a befektetők által megkövetelt hozam. (Baranyi-Pataki, 2002)

Az adósság költsége hosszú lejáratú kötelezettségek esetében hasonló módon határozható meg akár banki hitel felvételéről, akár kötvénykibocsátásról van szó. A forrást szerző vállalkozások részéről a külső források, a bankhitelek, illetve a lízing tőkeköltsége állapítható meg a legegyszerűbben, ugyanis azok költsége a bankok vagy a lízingbeadók által meghatározott kamat, korrigálva a kamatköltségek adócsökkentő hatásával, míg a kereskedelmi hitelek költségét a skontó jelenti. Mivel a kötvénykibocsátás bonyolultabb művelet, ezért ennek költségét is bonyolultabb módon határozzák meg. A kötvénykibocsátás tényleges költségét a belső megtérülési ráta (Internal Rate of Return – IRR) és a társasági adó mértékének (t) figyelembevételével határozhatjuk meg. A kötvénykibocsátás által szerzett tőke tényleges költsége biztosan magasabb lesz a névleges kamatlábnál. A kölcsönök kamata a forrásszerző vállalkozás szempontjából költség, ezért a vállalkozás

nyereségét és ezen keresztül a társasági adóját is csökkenti. Mivel a kölcsön, így a kötvénykibocsátás kamata is csökkenti a vállalkozás nyereségét, ezáltal a fizetendő társasági adóját (t), a kötvénykibocsátás költségét (r_d) az alábbiak szerint számíthatjuk ki:

$$r_d = \text{IRR} * (1-t)$$

A klasszikus kötvények esetében a lejáratig terjedő hozam (Yield to Maturity - YTM) meghatározásával is meghatározható a kötvénykibocsátás költsége (Illésné et al., 2013):

$$\text{YTM} = \frac{P_n * r_n * (1 - T_c) + \frac{(P_n - P_0)}{n}}{P_n + P_0}$$

Az adósság és a tulajdonosi tőke között átmenetet képeznek az osztalékelsőbbeségi részvények, azonban ezek szerepe a KKV szektorban nem jelentős, ezért költségük meghatározási módjával nem jelen kutatásban nem térek ki.

A tulajdonosi tőkét kétféleképpen szerezhetik meg a vállalkozások, egyrészt külső forrásból új részvények kibocsátásával vagy egyéb módon megvalósuló saját tőke emeléssel, másrészt a nyereség egy részének újra befektetésével. A tulajdonosi tőke költsége az a hozamráta, amit a befektetők a vállalkozás törzsrészvényeitől elvárnak. A visszaforgatott nyereséget is úgy kell kezelnünk, mint a tulajdonosok pótlólagos tőkebefektetését, tehát az elvárt hozamnak is legalább annyinak kell lennie, mint az új részvények kibocsátása révén kalkulált elvárt hozamnak. (Shapiro, 1989)

Diszkontált osztalék-értékelési modell

A tulajdonosi tőke költségének becslésére több modell is használható, amelyek közül a két legelterjedtebb módszer a diszkontált osztalék-értékelési modell (Gordon- modell) és a tőkejavak árazási modellje (Capital Asset Pricing Model – CAPM). Az osztalék-értékelési modell a saját tőke költségét a várt osztalékrátából és a várt osztaléknövekedési rátából vezeti le. A modell elméleti alapja az, hogy egy eszköz értéke egyenlő a jövőbeni pénzáramok jelenértékeinek összegével. A William Sharpe, John Lintner és Jack Treynor által kialakított CAPM, magyarul tőkepiaci árfolyamok modellje tulajdonképpen a befektetési eszközök hozamának kiszámítási módszere. A jelentősége azért nagy, mert ezzel a modellel gyakorlatilag bármely részvény hozama vagy részvényekből álló portfólió hozama kiszámolható és ez egyúttal meg is mutatja azokat a tényezőket, melyek befolyásolják egy részvény jövőbeni hozamát. A CAPM modell szerint egy tetszőleges

részvény vagy részvényekből álló portfólió hozama a kockázatmentes hozamból, a részvénytőke kockázati prímiumából tevődik össze, ahol a kockázati prímiumot korrigáljuk a részvény részvénytőkehoz viszonyított kockázatával (bétával), vagyis a modell a saját tőke költségét a részvény múltbeli hozama és a múltbeli piaci hozamok viszonyából származtatja. Ennek a módszernek az elméleti alapja, hogy a piac hogyan értékeli a kockázatokat, mekkora árat fizet a kockázatért. (Baka et al, 1997) Mindkét módszer eredményét óvatosan kell kezelni, mert számos hibalehetőséget hordoznak magukban.

Súlyozott átlagos tőkeköltség

A különböző finanszírozási források egyedi költségéből kiszámítható a vállalkozásnak, mint egésznek a tőkeköltsége is, amit súlyozott átlagos tőkeköltségnek (Weighted Average Cost of Capital, WACC) neveznek. Egyes szakirodalmakban vállalati átlagos tőkeköltség meghatározással (Illés I.-né, 2002), míg más szakirodalmakban súlyozott átlagos tőkeköltség rátával (Brealey-Myers, 1992) találkozunk. A súlyozott átlagos tőkeköltséget a vállalkozások többek között azért számítják ki, hogy a beruházási javaslatok értékelésére alkalmas diszkontrátát határozzanak meg. A diszkontráta a különböző finanszírozási források egyedi költségeinek súlyozott átlaga, ahol a súlyokat az egyes finanszírozási forrásoknak a vállalkozás tőkeszerkezetén belüli aránya képezi. Ez a diszkontráta egy olyan súlyozott átlagos tőkeköltség, amely a beruházási javaslatok értékelésénél használatos és százalékos formában fejezi ki, hogy adott összetételű egységnyi plusz tőke megszerzése mennyibe kerül a vállalkozásnak. Általános alakban a WACC a következőképpen írható fel:

$$r_{WACC} = E_S \times i + E_H \times i_k (1\text{-adókulcs})$$

E_S = a saját tőke aránya a tőkeszerkezetben

i = a saját tőke költsége

E_H = a hiteltőke aránya a tőkeszerkezetben

i_k = a hitel tőke költsége (kamatköltség)

A súlyarányok meghatározása történhet könyv szerinti érték alapján, vagy a források piaci értéke alapján. Egyes szakirodalmakban a hiteltőkét tovább csoportosítják, mint elsőbbségi részvény és a kötelezettségek aránya, de lényegét tekintve minden szakirodalomban ugyanazt jelenti. Földi (2015) szerint az optimális tőkeszerkezet az, amely mellett a vállalati érték maximális, ami a tőkeköltség minimalizálásával közelíthető, a mutató többek között

kifejezi azt a minimálisan elérendő megtérülést, amely biztosítja a vállalat értékének növekedését.

1. táblázat: A WACC elemei és jelentésük

WACC elemei	Jelentésük
A saját tőke költségei (i)	Kockázatmentes kamatláb (i_h) + (piaci kockázati prémium (i_p) * egyedi kockázati tényező (β)) = saját tőke költsége (i) Számítása: $i = i_h + (i_p \times \beta)$
Vállalkozói nyereségigény (i_v)	$i_v = i_p \times \beta$
Az idegen tőke költsége	Kockázatmentes kamatláb (i_h) + kockázatmentes hozam feletti hitelkockázati díj (i_e) = hitel tőke költsége (i_k) Számítása: $i_k = i_h + i_e$
A saját tőke elvárt hozama	A saját tőke aránya a tőkeszerkezetben \times a saját tőke költsége Számítása: $E_S \times i$
A hiteltőke költsége adózás után	$i_k(1 - \text{adókulcs})$
A hiteltőke elvárt hozama	$E_h \times i_k(1 - \text{adókulcs})$

(Forrás: Juhász, 2010)

Az r_{WACC} általános számítása alapján úgy fogalmazhatunk, hogy amennyiben az új beruházásból származó hozam a felhasznált hitel adórátaival csökkentett kamatlábával számolt kamatköltségét fedezi és emellett megfelelően magas hozamot biztosít a befektetett saját tőke után is, akkor az megfelel a megtérülési követelménynek, vagyis gazdaságos a beruházás. A beruházás megtérülés számítások esetén figyelemmel kell lenni arra is, hogy a súlyozott átlagos tőkeköltség számítás elsősorban a pénzügyi szempontjából határozza meg a beruházás-gazdaságossági számításokhoz használt diszkontrátát.

A Copeland és szerzőtársai (1999) által írt könyv az alábbiak szerint határozta meg a súlyozott átlagos tőkeköltség fogalmát: „A súlyozott átlagos tőkeköltség az a diszkontráta, amelynek segítségével a befektetők összessége számára a várható jövőbeli pénzáramlásokat jelenértékre fordíthatjuk le.”

Illés Mária felhívja a figyelmet a súlyozott átlagos tőkeköltség kalkulatív kamatlábként való alkalmazásának veszélyeire. Egyes szerzők a problémát abban látják, hogy a súlyozott átlagos tőkeköltség mutatóinál eltérő hozamelvárás jelenik meg a saját tőkére és a hitelre vonatkozóan, melynek eredményeképpen minél nagyobb a hitel aránya, annál alacsonyabb a súlyozott átlagos tőkeköltség rátája, ugyanis ilyen esetben a hitelre nem számítják fel a teljes kockázati prémium megtérülési követelményét. A kalkulatív kamatláb elméletileg a stabil állampapírokba való befektetés kockázatmentesen elérhető hozamrátájával számszerűsíthető tőkehasználat árából és a vállalkozói nyereségelvárás tőkebefektetésre vonatkoztatott rátájából tevődik össze. A kalkulatív kamatláb meghatározásához elsősorban a hasonló kockázatú, méretű és tevékenységű vállalkozások

gyakorlatából és az adott speciális kockázati összefüggésekből célszerű kiindulni. (Illés M., 2002)

Bélyác (2009) írása alapján csak akkor helyes a WACC kalkulatív kamatlábként való használata, ha a tervezett beruházási projekt kockázata megegyezik a vállalat meglévő tevékenységének kockázatával. Amennyiben a kettő jelentős eltérést mutat, akkor a WACC alapján történő választás hibás döntéshez vezethet.

A gazdálkodástudomány általános alapelvek azt tekintik, hogy az állóeszköz hozamtermelő-képessége független attól, hogy az eszközt milyen forrásból szerezték be és a vásárláshoz felhasznált idegen tőke után mennyi kamatot fizetnek. (Tétényi, 2001) Ennek megfelelően a diszkontfaktorként szerepeltethető tőkejövedelmezőségi ráta két összetevőből áll, a tőkehasználat árából és a vállalkozói nyereséglvárásból. (Illés M., 2008)

A tőkehasználati ár a hosszú lejáratú állampapírokba történő befektetés kockázatmentesen elérhető hosszú lejáratú állampapír-piaci referenciahozam, amely a saját tőke használati áráként jellemezhető. A vállalkozói nyereséglvárást tekintve, az idegen tőke tulajdonosa a tőkéje (hitel, kölcsön) kihelyezésekor kockázatot vállal (elsődleges kockázatviselő, primer kockázat), melynek ellenértékét beépíti a hitel, illetve a kölcsön kamatlába. A hitelkamat ez alapján gazdaságilag a hosszú lejáratú állampapír-piaci referenciahozam és az elsődleges kockázat ellenértékének összegeként értelmezhető. Ebből viszont az következik, hogy a hitel kamata nagyobb lesz, mint a saját tőke használati ára.

Kalkulatív kamatláb meghatározása

Abból kiindulva, hogy egy üzleti vállalkozás kockázatvállalás nélkül még a KKV szektorban sem folytatható, a beruházás megtérülés számítások használatához szükséges meghatározni egy, a vállalkozás kockázati ellenértékének számszerűsítésére alkalmazható hozamelvárást vagy vállalkozói nyereségigényt.

Korábban a szakirodalom többnyire a banki kamatlábat ajánlotta a dinamikus beruházás-gazdaságossági számítások kalkulatív kamatlábaként, azonban a vállalati gyakorlatban alkalmazott kalkulatív kamatláb közelebb áll az iparági átlagprofitrátához, mint a hosszú lejáratú hitelek kamatlábjához, mert nagyságának meghatározásakor figyelembe veszik a kockázat mértékét, más beruházások jövedelmezőségét, továbbá bizonyos vállalkozói nyereséget is. (Megyeri, 1970)

Egyes elemzések szerint a dinamikus beruházás-gazdaságossági számításokhoz a vállalati tőke költség használata a legmegfelelőbb, ahol a vállalati tőke költség nem azonos a

hosszú lejáratú adósság után fizetendő kamatlábbal, hanem egy átfogó megközelítés, mely magában foglalja mind az idegen, mind a saját tőke költségét. (Garrison, 1985)

A kalkulatív kamatláb nagyságát objektív és szubjektív tényezők egyaránt befolyásolják, mértékének meghatározása a vállalati gyakorlatban általában becsléssel történik és az alábbi tényezők befolyásolják:

- a jelenben meglévő alternatív befektetési lehetőségek jövedelmezősége,
- a jövőbeli befektetési lehetőségek jövedelmezősége,
- a befektetés időszaka alatt várható gazdasági események hatása,
- a befektetés eszközeinek értékesíthetősége,
- az infláció mértéke,
- a beruházás megvalósításában a saját és az idegen forrás aránya.

A számítások alapkövetelménye a kétszámjegyű inflációs hatásoktól megtisztított kalkulatív kamatláb. Alacsony és stabil infláció esetén a beruházás-gazdaságossági számításokat nem célszerű az inflációs hatások beépítésével bonyolítani, mert a mindenkori nominális értékek és a kalkulatív kamatláb nominális szintjének alkalmazásával is lehetséges megbízható elemzéseket végezni. Kétszámjegyű infláció esetén azonban a számításokat változatlan áras értékekkel és reálérték-szintű kalkulatív kamatlábbal, esetleg mérsékelt inflációjú devizában célszerű elvégezni. (Illés M., 2002)

A saját tőke és idegen tőke hozamelvárásának az értékelése több tényezőtől is függ, bizonyos esetekben megegyezik, de figyelemmel kell lenni az alkalmazott időtávra, a nyereséget terhelő adók mértékére vagy az inflációs környezetre. A vállalkozói nyereségelvárás értéke lényegében megegyezik a saját és az idegen tőke esetén. A saját tőke után felszámított vállalkozói nyereségigény egy elemű, a saját tőkére vetített, a vállalkozó kockázatvállalásának ellenértékét jelenti. Ehhez képest az idegen tőke után a hitelt felvevő által felszámított kockázati ellenérték a megosztott kockázatvállalás miatt már várhatóan kisebb lesz, mint a saját tőke utáni hozamelvárás, hiszen a hitelező és a hitelt felvevő a kockázatvállalás ellenértékét megosztja. Ez azt jelenti, hogy az idegen tőkére vonatkoztatott vállalkozói hozamelvárás két elemű, a hitelező által viselt primer kockázat és a hitelt felvevő által viselt szekunder kockázat ellenértékéből áll. Természetesen az idegen tőkére vonatkoztatott primer és szekunder kockázati ellenérték rátáinak összege pontosan megegyezik a saját tőkére vetített kockázati ellenérték nagyságával.

2. táblázat: Kalkulatív kamatláb elemei

Kalkulatív kamatláb elemei	Jelentésük
A saját tőke használati ára (i_h)	Kockázatmentes kamatláb (i_h)
A saját tőke vállalkozói nyereségigény (i_v)	Piaci kockázati prémium \times Egyedi kockázati tényező = A saját tőke vállalkozói nyereségigény Számítása: $i_v = i_p \times \beta$
Az idegen tőke használatának az ára	Kockázatmentes kamatláb (i_h)
Az idegen tőke kamata	Kockázatmentes kamatláb + primer kockázati ellenérték = idegen tőke kamata Számítása: $i_k = i_h + i_e$
Az idegen tőke elsődleges (primer) kockázati ellenértéke	Idegen tőke kamata – kockázatmentes kamatláb = primer kockázati ellenérték Számítása: $i_e = i_k - i_h$
Az idegen tőke másodlagos (szekunder) kockázati ellenértéke	Kalkulatív kamatláb – idegen tőke kamata = szekunder kockázati ellenérték Számítása: $i_m = i - i_k$
Az idegen tőke vállalkozói nyereségelvárása	Primer kockázati ellenérték + szekunder kockázati ellenérték = idegen tőke vállalkozói nyereségelvárása Számítása: $i_v = i_e + i_m$
A saját tőke elvárt hozama (nyereségelvárási követelmény)	A saját tőke aránya a tőkeszerkezetben \times a kalkulatív kamatláb Számítása: $E_s \times i$; $E_s \times (i_h + i_v)$
Az idegen tőke kamatköltsége (költségmegtérülési követelmény)	Az idegen tőke aránya a tőkeszerkezetben \times hitelkamat Számítása: $E_h \times i_k$; $E_h \times (i_h + i_e)$
Az idegen tőke szekunder kockázati ellenérték összege (nyereségelvárási követelmény)	Az idegen tőke aránya a tőkeszerkezetben \times szekunder kockázati ellenérték Számítása: $E_h \times i_m$; $E_h \times (i - i_k)$
Az idegen tőke elvárt hozama (költségmegtérülési és nyereségelvárási követelmény)	Idegen tőke kamatköltsége + idegen tőke szekunder kockázati ellenértéke Számítása: $(E_h \times i_k) + (E_h \times i_m)$
Az összes tőke elvárt hozama	Saját tőke elvárt hozama + idegen tőke elvárt hozama Számítása: $(E_s \times i) + (E_h \times i_k + E_h \times i_m)$

(Forrás: Juhász, 2010)

Juhász (2010) a fent részletezett számításokkal arra a következtetésre jutott a kalkulatív kamatláb formula vizsgálata során, hogy ha az új projektből származó hozam megtéríti a felhasznált hitel kamatköltségén felül a vállalkozó másodlagos kockázatvállalási ellenértékét, valamint a saját tőke kalkulatív kamatláb szerinti hozamelvárását, az megfelel a megtérülési követelménynek.

A pénzügyi szakirodalomban széles körben használt súlyozott átlagos tőkeköltség azt sugallja a vállalatvezetőknek, hogy az idegen tőke adóval csökkentett kamatainak a hitel által történő megteremtése már elegendő hozamelvárás, ugyanakkor a saját tőkének nagyobb hozamot kell realizálnia. Amennyiben a döntéshozó a differenciált hozamelvárás alapján dönt, hitelfelvétel szempontjából jelentősen túlvállalhatja magát, ami indokolatlanul megnövelheti az üzleti vállalkozás eladósodását, mellékhatásként pedig súlyos likviditási zavarokat idézhet elő. (Juhász, 2010)

2.1.3. A tőkeáttétel értelmezése

Minden vállalkozásnál található olyan kötelezettségek, amelyeket a bevételek alakulásától függetlenül teljesíteni kell. Az ilyen típusú kötelezettségek megnövelik a tulajdonosok (részvényesek) jövedelmének ingadozásait. Az állandó jellegű kötelezettségeknek ezt a kockázat növelő hatását nevezik tőkeáttételnek. A kölcsönfelvétel a saját tőke/kölcsöntőke arány bizonyos értékéig javítja, majd rontja a saját tőke jövedelmezőségét. (Németh-Hegedűs, 2020)

A tőkeáttételnek két típusát különböztetjük meg, attól függően, hogy a kötelezettségek az eszközök, vagy a források használatához kapcsolódnak. Az eszközök használatához kapcsolódó állandó jellegű költségek (pl. értékcsökkenési leírás, biztosítási díjak, bérleti díjak stb.) tőkeáttételi hatását működési tőkeáttételnek- (operating leverage), a forrásokhoz kapcsolódó állandó jellegű költségek (pl. a hitelek kamata, az osztalékelsőbbbségi részvények osztaléka stb.) kockázat növelő hatását pedig pénzügyi tőkeáttételnek (finance leverage) nevezzük. (Pataki, 2003)

A pénzügyi tőkeáttétel az egy részvényre jutó jövedelem (EPS) változását nagyítja fel a kamatfizetés és adózás előtti eredményhez (EBIT) viszonyítva. A pénzügyi tőkeáttétel növekedése megnöveli a részvényesek jövedelmének változékonyságát és növeli a vállalkozás fizetés- képtelenségének a kockázatát. (Harrington, 1993) A pénzügyi tőkeáttétel növekedése tehát az eladósodottság növekedését jelenti, ami miatt a vállalkozásoknak a jövedelem egyre nagyobb részét kell adósság jellegű kötelezettségek törlesztésére fordítania, ami növeli a részvényesek irányába történő pénzáramlások volatilitását és a részvényesek kockázatát. (Brealey-Myers, 2005)

A működési tőkeáttétel az üzleti kockázat mérőszáma. Egy vállalkozás üzleti kockázatát a folyó működési eredményének (EBIT) a bizonytalansága jelenti. A működési tőkeáttétel nagyságát a vállalat profitnövekményének és az eladott árumennyiség növekményének a hányadosával mérjük. Alapvető meghatározója a fix és a változó költségek aránya. (Sulyok-Pap, 1995)

2.1.4. A tőkeszerkezet

Egy vállalkozásban a rendelkezésre álló források származhatnak a tulajdonosoktól, illetve hitelezőktől is. Ezen források összetételét nevezzük tőkeszerkezetnek, amely tulajdonképpen a vállalat tulajdonosi struktúráját tükrözi (Tripathi, 2019) és a vállalat azon képességeinek egyike, amely kulcsfontosságú a különböző érdekeltek igényeinek kielégítésében. (Yildirim

et. al., 2018) A tőkeszerkezet, mint a vállalat idegen és a saját forrásainak aránya arra ad választ, hogy a reáleszközökbe történő beruházás finanszírozása mögött a pénzeszközök milyen kombinációja áll. (Bélyácz, 1997)

A tőkeszerkezet meghatározása

A szakirodalomban számos definícióval találkozhatunk a tőkeszerkezet meghatározására vonatkozóan. Brealey és Myers (2011) a kibocsátott értékpapírok keverékével azonosították a tőkeszerkezetet, de a legtöbb meghatározás lényegét tekintve, a tőkeszerkezetet a különböző befektetők által rendelkezésre bocsátott források, vagyis a vállalat saját és idegen forrásainak összetételeként határozza meg, (Mikolasek-Sulyok, 1996) továbbá azon belül a tőkeelemek típusaira mutat rá. (Tétényi-Gyulai, 2001)

A saját tőke alapvetően lejárat nélküli forrásnak tekinthető és közvetve (visszaforogatott nyereség formájában) vagy közvetlenül (alapítói tőke, alaptőke emelés) a vállalkozás tulajdonosaitól származik. Ezzel szemben az idegen források lehetnek rövid és hosszú lejáratúak és jogosultjai is nagyon különbözőek lehetnek. Itt a pénzügyi intézetekre, üzleti partnerekre (szállító), de akár az államra (kockázati tőke, növekedési adóhitel) is gondolhatunk. Tétényi-Gyulai (2001) szerzőpáros és Pataki (2003) mind a rövid, mind a hosszú lejáratú forrásokat a tőkeszerkezet részének tekintik tanulmányukban. Ugyanakkor Krénusz (2005a) és Szemán (2008) csak a hosszú távra nyújtott forrásokat sorolták a tőkeszerkezet elemei közé, ahogyan Pálinkó és Szabó (2006) szerzőpáros is, akik a rövid lejáratú forrásokat is figyelembe véve már a finanszírozási szerkezet szókapcsolatot használták. A szakirodalmi meghatározások közös jellemzője, hogy tőkeszerkezet alatt a vállalkozás által használt források valamilyen kombinációját értik. (Illés I. et. al., 2013)

A fenti tőkeszerkezet meghatározás alapján felmerül a kérdés, hogy a vállalkozások mi alapján határozhatják meg a legoptimálisabb tőkeszerkezetet, vagy, hogy létezik-e optimálisnak tekinthető forrásszerkezet? (Pataki-Léglér, 2013) A vállalkozások különbözőségükből is adódik, hogy nem létezhet egységes és minden vállalkozásnak egyformán megfelelő optimális tőkeszerkezet (Balla, 2006), tekintve, hogy a pénzügyi piaci feltételek folyamatosan változnak és országoként is eltérőek. (Šarlija-Harc, 2016) A fentiektől függetlenül kijelenthetjük, hogy a tudatos és szakszerű finanszírozási, tőkeszerkezeti döntések a vállalkozások piaci értékének maximalizálása, a súlyozott átlagos tőkeköltség minimalizálása, a hatékonyság és a jövedelmezőség fokozása mellett a vállalkozások túlélési esélyének is kulcstényezői. (Takács, 2012)

A tőkeszerkezetet meghatározó tényezők

A tőkeszerkezetet befolyásoló tényezőket két nagy csoportra oszthatjuk, makrogazdasági (exogén) a külső, adottságként kezelendő tényezőkre, valamint mikrogazdasági (endogén) belső, változtatható tényezőkre. A szakirodalomban endogén tényezőként azonosítják azokat a tényezőket, amelyeket a vállalkozás saját maga befolyásolni képes, közvetlen hatást gyakorol azokra. Ilyen lehet a vállalkozás mérete, növekedési kilátásai, eszközeinek összetétele, üzleti kockázata, tulajdonosi szerkezete, tevékenységének jellege, a kamatok adóvédelme. Külső, exogén tényezőként jelennek meg azok a tényezők, amelyekre a vállalkozás nem tud hatással lenni, mint a csődkielcségek, a tőkepiac fejlettsége vagy a bankrendszer. (Gyurcsik-Tóth, 2019)

Makrogazdasági tényezők	Mikrogazdasági tényezők
<ul style="list-style-type: none"> • Adórendszer, fiskális politika • Tőkepiac, bankrendszer, monetáris politika • Jogrendszer, pénzügyi nehézségek, csődtörvények 	<ul style="list-style-type: none"> • Iparág • Eszközök összetétele • Vállalkozás mérete • Likviditás • Jövedelmezőség • Üzleti kockázat • Tulajdonosi szerkezet

2. ábra: A tőkeszerkezet meghatározó tényezői
(Forrás: Saját szerkesztés)

Maria Psillaki és Nikolaos Daskalakis (2009) néhány európai ország elemzéséből arra a következtetésre jutottak, hogy a KKV szektorban az mikrogazdasági tényezők jobban magyarázzák a tőkeszerkezetet, mint a makrogazdasági tényezők. Ugyanakkor Cláudio Júnior Bernardo, Tatiana Albanez, José Roberto Securato (2018) kutatásukban latin-amerikai

vállalkozások elemzéséből, arra a megállapításra jutottak, hogy a mikrogazdasági tényezők nagyobb százalékban magyarázzák a tőkeszerkezet varianciáját, de a makrogazdasági tényezők is fontos szerepet játszanak a vállalkozások tőkeszerkezetének alakulásában. Ezzel szemben Hall és szerzőtársai (2004) KKV szektor elemzésén keresztül bizonyították, hogy a vállalkozások tőkeszerkezet politikájában az endogén tényezők éppen olyan hatással vannak a vállalati tőkeszerkezetre, mint az exogén tényezők.

A makrogazdasági tényezők meghatározása

A makrogazdasági tényezők az ország vagy régióspecifikus tényezők, ezek magyarázzák az országok vagy régiók közötti fő különbségeket, olyan megfigyelhető tényezők, amelyek makroszinten érvényesülnek. (Bozsik, 2018)

A tőkepiac, bankrendszer, monetáris politika hatása a tőkeszerkezetre

A gazdaság versenyképességéhez nélkülözhetetlen egy jól működő pénzügyi rendszer, megfelelő és magas szintű pénzügyi szolgáltatás és a beruházásokhoz, a működéshez szükséges források megfelelő mértékű biztosítása. (Túróczy, 2016) Ennek a pénzügyi közvetítő rendszernek általában a szakirodalom két típusát különbözteti meg, az angolszász pénzügyi rendszert és az európai pénzügyi rendszert. (Tóth, 2012) A japán bankrendszer nemzetközi versenyképessége, pénzügyi innovációja tekintetében elmaradottabb az amerikai és a nyugat-európai versenytársaitól. (Hidasi-Papp, 2015) Az angolszász rendszerben, a tőkepiacnak van túlsúlya a tőkefinanszírozásban, ugyanis területeken volt szabad tőke, a tőzsde intézménye töltötte be a tőkekoncentráció szerepét, ahol ezzel párhuzamosan kevesebb hely jutott a bankoknak. A kontinentális rendszerben (és a Japán rendszerben is) viszont a bankok szerepe meghatározó, ilyen rendszerben a bankhitelek dominálnak. (Szórádiné, 2004) Az európai országokban a magántőke szerepe nem volt jelentős, így a vállalkozások finanszírozásában a bankok vették át a főszerepet. (Krénus, 2005b)

A pénzügyi rendszerek megkülönböztetése tulajdonképpen a külső források jogviszonyát, mintsem a tőkeáttétel mértékét jelenti (Rajan-Zingales, 1995). Az első esetben jellemzően tulajdonosi jogok illetik meg a forrást biztosító személyt vagy szervezetet, az utóbbinál pedig hitelviszony jön létre a vállalkozás és a bankok között. Azonban a pénzügyi piacok globalizálódásával az országok közötti különbségek egyre inkább elmosódnak. (Tóth, 2007)

A bankrendszer elsősorban a hitelfeltételek enyhítésén, illetve szigorításán, így a hitelezési aktivitásán keresztül van hatással a vállalkozások forrásszerkezetére. (Baranyi et al., 2021) Amíg a kereslet csökkenése csak egyharmad részben, addig a kínálat csökkenése kétharmad részben felelős a hitelállomány visszaeséséért. (Sóvágó, 2011) A tőkeszerkezet és a bankrendszer összefüggéseinek elemzése során elhagyhatatlan a hitelpiac alakulásának vizsgálata. Ezt bizonyította az Egyesült Királyság, Franciaország, Németország, Spanyolország és Olaszország vállalkozásainak a tőkeszerkezet elemzése, amely eredménye

is a pénzügyi közvetítő rendszer tőkeszerkezetre gyakorolt hatását támasztotta alá. (Acedo et al., 2014)

Az 1990-es években a hazai bankszektorban a nagyvállalati ügyfélkör kiépítése volt megfigyelhető, később a 2000-es évek elején, a KKV szektor jelentős volumenű hiteligényének kielégítése érdekében a hitelintézetek üzletpolitikájában megjelent a KKV szektor irányába történő nyitás. (Csubák-Fejes, 2014) A hitelintézetek stratégiaváltásának következtében jelentős bővülés volt tapasztalható a vállalati hitelpiacon. Magyarország mellett 8 kelet-közép-európai országban vizsgálták a vállalati hitelállományok alakulását, és a válság előtti időszakot illetően átlagosan évi 24 százalékos banki hitelállomány növekedésről számoltak be, voltak azonban olyan országok is, ahol ennél jóval nagyobb ütemű (Romániában 34, Bulgáriában 50 százalékos) volt a bővülés. (Fábián et al., 2010)

A 2008-as gazdasági világválság a hitelterjeszkedés időszakát megállította. Ezt követően a bankrendszer biztonságos működését és a válságok megelőzését szolgáló szabályozás komolyan befolyásolhatja mind a pénzügyi szektor, mind a reálgazdaság fejlődési lehetőségeit és irányait. A gazdasági világválságból történő gyors kilábalás érdekében tett szigorítások (Bázeli szabályozás) következtében a kihelyezhető hitelállomány leépítése, valamint a kockázat növekedésével párhuzamosan a hitelkamatok jelentős mértékű emelése volt megfigyelhető. (Baranyi et al., 2011)

A válságot követően a kihelyezett hitelek volumene nagymértékben visszaesett, majd konzervatívabb hitelezési gyakorlat következett, megjelent az ún. „credit crunch”, vagyis a bankrendszer által a gazdasági szereplők számára nyújtott hitelek drasztikus csökkenése, valamint a hitelezés szerkezete is átalakult. (Matolcsy, 2015) A hitelkihelyezés csökkentése nagyrészt a KKV szektort érintette, miközben a nagyvállalati hitelkihelyezések volumene szinte változatlan maradt. (Tóth, 2014) A KKV hitelállomány csökkenésében a kereslet és a keresletet befolyásoló tényezők szerepe sem volt elhanyagolható, ugyanis a válságot követően a nagyon rövid lejáratú hiteleket részesítették előnyben, ebből kifolyólag a pénzpiacokon a hosszabb lejáratú hitelállomány jelentősen csökkent. (Zsombori, 2015) Ezek a változások a globális pénzügyi piacokon a reálszférában is éreztették hatásukat, ugyanis a válság utáni hitelállomány folyamatosan eltávolodott az egyensúlyi szinttől. (László, 2016) A válságot követő időszakban KKV szektor megnövekedett kamatfelárral és egyre szigorúbb hitelfeltételek mellett, szűkülő hitelkerettel juthattak banki finanszírozási forráshoz, amelyek eredményeképpen nagymértékben visszaesett a teljesítményük,

gazdasági aktivitásuk, amely kiemelkedő gazdasági szerepük révén megrázta az egész gazdaságot.

Az elmúlt több mint 20 évben a kis- és közepes vállalkozások számára a finanszírozási helyzetük javítása érdekében számos gazdaságpolitikai program (pl.: Új Széchenyi Hitel, Országos Mikrohitel Program, egyéb támogatott hitel) indult Magyarországon. 2013 folyamán a monetáris politika irányvonalában bekövetkezett változás következtében a Magyar Nemzeti Bank 2013 áprilisában meghirdette a Növekedési Hitelprogramot. A Magyar Nemzeti Bank által 2013. június 1-jén elindított Növekedési Hitelprogram a hitelezés további zsugorodását kívánta megfékezni, valamint a hitelezési aktivitás növelésének beindítását tűzte ki céljaként. Az első szakasz keretösszege 750 milliárd forint volt, amelyből 701 milliárd forintra kötöttek szerződést. A KKV-k legfeljebb 2,5%-os hitelkammattal juthattak hozzá az új forráshoz, amelyet a korábban felvett hitelek kiváltására, beruházások, valamint forgóeszközök finanszírozására fordíthattak. Az NHP teljes struktúrája a Magyar Export-Import Bank Zrt. (Eximbank) és a Magyar Fejlesztési Bank Zrt. (MFB) által nyújtott hosszúlejáratú konstrukciók, valamint a bankrendszerben végbement változások, mint például a reprivatizációs folyamatok mellett, jelentősen hozzájárult a hitelezési fordulat megvalósulásához, néhány év alatt hitelkínálati piac alakult ki a hazai bankszektorban. Ezzel egyidőben az MNB 2016 januárjában a piaci hitelezés helyreállítása és tartós hitelezési fordulat elérése érdekében elindította a Piaci Hitelprogramot (PHP), amelynek célja a KKV szektor hitelállományának 5-10 százalékos éves növekedési ütemének elérése. Érdeemes megemlíteni az MNB 2019 júliusában meghirdetett Növekedési Kötvényprogramját (NKP) is, amelynek keretében a jegybank hazai székhellyel rendelkező, nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott kötvényeket és vállalatokkal szemben fennálló hitelkövetelések fedezete mellett kibocsátott értékpapírokat vásárol, amely nem konvencionális monetáris politikai eszközzel megteremtette a lehetőséget a kötvénypiac szélesebb körben történő eléréséhez, a vállalati forrásbevonás diverzítéséhez, a hazai tőkepiac versenyképességének növeléséhez. (Gyurcsik, 2020)

Az MNB hitelprogramjait követően dinamikusan fejlődő gazdasági és hitelezési folyamatok alakultak, amelynek megtorpanásához vezetett a 2020 tavaszán hazánkat is elérő globális koronavírus-járvány. A pandémia negatív gazdasági hatásai komoly kihívások elé állították a magyar gazdaságot. 2020 második negyedévben szigorított a vállalati hitelfeltételek

mellett csökkenésnek indult a vállalati hitelállomány, amely következtében a vállalati hitelek dinamikája is lassult. (MNB, 2020a)

3. táblázat: A KKV szektor hitelállományának alakulása 2015-2022 között (milliárd Ft)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Mikro-vállalkozás	1116,60	1084,00	1221,80	1391,60	1502,10	1685,40	2016,40
Kis-vállalkozás	1038,10	953,10	1031,90	1116,20	1338,30	1532,90	1948,20
Közép-vállalkozás	1438,40	1475,80	1554,00	1691,10	1822,40	1935,80	2237,50
Összesen	3593,10	3512,90	3807,70	4198,90	4662,80	5154,10	6202,10

(Forrás: MNB statisztikai idősor alapján saját szerkesztés)

Az adórendszer, fiskális politika hatása a tőkeszerkezetre

Makrogazdasági szempontból a tőkeszerkezet meghatározásában jelentősége van annak is, hogy az adórendszer az eredmény milyen jellegű kifizetéseit részesíti előnyben. A kutatások többsége a kamatok adóvédelmének vizsgálatára koncentrál, amelyek azon alapulnak, hogy a kölcsön kamata csökkenti az adóalapot. Tehát ha abból a számviteli megközelítésből indulnak ki, hogy a hitelek után fizetett kamatok csökkentik a pénzügyi műveletek eredményét, akkor ezáltal alacsonyabb lesz a vállalkozás adózás előtti eredménye, így a fizetendő adó is. Ebből következik, hogy a hitel jellegű külső források bevonásával adómegetakarítás érhető el a vállalkozások számára, amit közgazdasági szóhasználatban „adó pajzs” hatásnak neveznek. Az adóalap ilyen módon történő csökkentésének lehetősége a finanszírozási tevékenység kormányzati támogatásának egy formája, ahol az állam közvetett módon vállal részt a vállalkozások adósságának költségéből. (Illés I. et al., 2013)

Katits (1997) kutatásában különböző típusú adórendszerek sajátosságainak elemzésével vizsgálta meg az adózás tőkeszerkezeti döntésekre gyakorolt hatását, ezzel alátámasztva az adózás és a tőkeáttétel közötti pozitív kapcsolatot. Kutatásában megfogalmazta, hogy azokban az adórendszerben, ahol csak személyi jövedelemadó jelenik meg, azokban nincs hatással az adózás az üzleti vállalkozások finanszírozási döntéseire, viszont ezzel szemben olyan adórendszerek esetén, ahol az idegen tőke utáni kamatok levonását követően a vállalati nyereség után társasági adót kell fizetni, ott a maximális idegen forrás az optimális. Mara Faccio és Jin Xu (2018) OECD országokban az adók tőkeszerkezetre gyakorolt hatásának vizsgálata során arra a következtetésre jutottak, hogy a vállalkozások hajlamosak növelni a tőkeáttételüket, ha a társasági adó vagy az osztalék után fizetendő személyi jövedelemadó mértéke növekszik, illetve hajlamosak csökkenteni

tőkeáttételüket, ha növekszik a kamatok után fizetendő személyi jövedelemadó. Megállapították továbbá, hogy azokban az országokban, ahol magas az adóelkerülés, illetve az adócsalás előfordulási aránya, ott kevésbé figyelhető meg az adóreformok tőkeszerkezetre gyakorolt hatása.

Az elemzések eredményei azt mutatják, hogy a társasági adó az idegen forrás optimalizálásával hatással van a tőkestruktúrára és ez a hatás inflációnál erősödik. Tekintettel arra, hogy infláció esetén a hitelek kamatrátái nagyobb mértékben emelkednek, mint az inflációs ráta, így a tőkejuttató nettó megtérülése, ezzel a tőkeszerző tőke költsége negatív lesz. Mivel nemcsak a reálkamat, hanem a kamatrátában lévő inflációs prémium is levonható a társasági adó meghatározása előtt, így az idegen finanszírozás kedvezőbbnek bizonyul a saját finanszírozással szemben. (Katits, 1998)

Jól mutatja a tőkeszerkezet és az adórendszer kapcsolatának a sokszínűségét, hogy egyes kutatások nem bizonyították az adópajzs hatás jelentőségét. (Hegedűs-Zéman, 2016) Hernádi (2014) kérdőíves kutatásának eredményei alapján az eladósodottság kérdésében a társasági adózási megfontolások, a nem hiteljellegű adómegetakarítási lehetőségek és az üzleti kockázatok csupán másodlagos szerepet töltenek be, ami alapján a választásos elmélet központi tényezői gyengén érvényesülnek a pénzügyi vezetők finanszírozási döntései során.

A kutatási eredmények értékelésekor nem szabad figyelmen kívül hagyni, hogy a vállalkozások pénzügyi vezetői sok esetben nem rendelkeznek megfelelő pénzügyi ismeretekkel, ebből adódóan a nem tudatos finanszírozási döntéseknek is jelentőségük lehet. Nem meglepő tehát, hogy az egyes kutatások eltérő eredményeket közvetítenek, ugyanis a kutatások eltérő eredményeinek vonatkozásában kiemelendő a vizsgált adatbázisok változatossága is, meglehetősen széles időintervalluma, így a vizsgálatok kamat-, adó- és inflációs környezetének különbözősége.

Az adózás és a tőkeszerkezet elemzésének másik iránya a nem kamat jellegű adómegetakarítási eszközök elemzése, amelyeknek a tőkeáttétellel való kapcsolata a választásos elmélet szerint negatív. A nem kamat jellegű adómegetakarítási eszközök tipikus példája az értékcsökkenési leírás, amely a kamatok adóvédelméhez hasonlóan az adózás előtti eredmény csökkentésén keresztül csökkenti a fizetendő adó összegét. (Ambrus, 2015) Az értékcsökkenési leírás, mint az adómegetakarítás eszköze és tőkeszerkezetet befolyásoló tényező, érdemes fenntartással kezelni, ugyanis ez a gazdasági esemény csak a beruházási döntések eredményeként, közvetetten jelentkezik a vállalkozásoknál, továbbá a hazai

társasági adótörvény olyan mértékben szabályozza az elszámolható amortizációt, hogy a vállalkozások nem tudják ezzel az adóalapot és ezáltal a fizetendő adót sem befolyásolni.

A tőkeszerkezet és az adózás összefüggéseinek vizsgálata során érdemes megemlíteni a bankszektort terhelő különadókat. A pénzügyi szervezetek különadója a teljes bankszektort sújtja, hatása különösen a vállalati hitelezésben jelent problémát, ugyanis a szokásos vállalati árrések nem bírják el a fél százalékos adóterhet. (Kovács, 2012) A bankszektor kamatemeléssel reagált az új adó bevezetésére, ami a hitelállomány csökkenésével olyan szektorokban is változásokat eredményezett, amelyeket nem terhelt különadó. (Siklós-Mladonyiczki, 2016)

A 2015-ben bevezetett növekedési adóhitel pozitív példaként jelent meg a bankszektorban, amelynek célja az érintett adóalanyok likviditásának javítása és fejlődésük segítése volt. (H.Nagy, 2015) A társasági adóról és az osztalékadóról szóló 1996. évi LXXXI. törvény 26/A. § értelmében, azoknak a vállalkozásoknak, amelyek a folyamatos működés mellett jelentős növekedést értek el a megelőző adóévhez képest, nem kell egy összegben, esedékességkor megfizetniük a növekedésre jutó adóelőleget, illetve adót, lehetőségük van annak a következő két évben, kamatmentesen, nyolc részletben történő megfizetésére. A törvény szerint a jelentős növekedést a megelőző adóévi adózás előtti eredmény abszolút értékének ötszörösét elérő, vagy meghaladó adóévi adózás előtti eredmény elérése jelenti. Ez az intézkedés hozzájárult a gyors növekedésű vállalkozások esetében a vállalati tőkeköltségek csökkenéséhez, továbbá a halasztott adókötelezettség részletekben történő pótlékmentes megfizetése lehetővé tette, hogy az így keletkezett összeget a magas kamatozású egyéb kötelezettségek csökkentésére, vagy kedvező hozamú beruházásokra, további növekedésre fordítsák a vállalkozások.

Jogrendszer, pénzügyi nehézségek, csődtörvények hatása a tőkeszerkezetre

A jogrendszer ilyen jellegű értelmezésében a hangsúlyt nem az egyes országokban uralkodó jogrendszerek sajátosságaira kell gondolni, hanem azokra a pénzügyi piacok működését befolyásoló tényezőkre, amik az eltérő szabályozási mechanizmusnak köszönhetően ország specifikusan hatnak a vállalati tőkeszerkezetre. Ezek közé tartozik a fizetési képtelenség kezelésre létrejött keretrendszerek hatékonysága, a szerződések érvényesíthetősége és a csődeljárás vagy felszámolási eljárás során a visszakapott vagyon átlagos nagysága. Utóbbi változó írja le a legjobban egy jogrendszer fizetési képtelenségi eljárásokra vonatkozó hatékonyságát, hiszen ilyen esetekben a hitelezői oldalon a kintlévőség minél nagyobb

arányú megtérülése bír a legnagyobb relevanciával. Ennek hatékony működése pozitívan hathat a pénzügyi szolgáltatók hitelezési hajlandóságára és ezen keresztül a vállalati eladósodottságra, tekintettel az alacsonyabb várható veszteségekre pénzügyi nehézségek esetén.

A fentiekén túl a vállalkozások gazdasági környezetének működési kereteit határozza meg a jogrendszer, ezáltal olyan általános érvényű jogokat és kötelezettségeket határoz meg, amelyeket a gazdasági szereplők számára kötelező érvényűek. Ilyen jogok és kötelezettségek az előzőekben vizsgált adó- és a pénzügyi közvetítő rendszer elemei is, ahol a jogrendszert a tőkeszerkezettel való kapcsolatában a befektetők védelmére irányuló jogi szabályozást értjük a tőkeszerkezet befolyásoló tényezőjeként. (Krénusz, 2007)

Amint a pénzügyi nehézségek megjelennek a pénzáramlásban, a vállalat értékét csökkentik és ezzel kényszeríthetik a vezetőket arra, hogy átszervezzék a vállalat finanszírozását. A cash flow-t a pénzügyi nehézségek csökkenthetik, mivel pénzügyi nehézségekkel küzdő vállalatok csak igen magas kamaton jutnak hitelhez. A csóddal való fenyegetettség költsége még nagyobb terhet jelenhet egy vállalat számára. A szigorúbb szabályozás tehát veszélyeztetheti a vállalat fennmaradását magasabb tőkeáttétel mellett, így ezekben az országokban a tőkeáttétel nyilván alacsonyabb kell, hogy legyen. (Krénusz, 2005b)

A csőd-költségeknek három típusát különböztetjük meg, a közvetlen vagy adminisztrációs költségek, a közvetett költségek, mint a bevételkiesés vagy reorganizációs költségek és az adóhitel elvesztésének költségét. (Miller, 1977) Egyes szakirodalmakban a közvetett költségek között jelenik meg a csődeljárás elkerülésének költségei is. (Ross et al., 2010) La Porta és szerzőtársai (1996) a jogrendszerek csoportosításán keresztül vizsgálták a jogrendszer és a hitelezők védelmének kapcsolatát és arra az eredményre jutottak, hogy a precedens jogra épülő jogrendszerek erősebben védik a hitelezők érdekeit.

A mikrogazdasági tényezők meghatározása

A mikrogazdasági tényezők a vállalkozás gazdálkodásából adódó olyan tényezők, amelyeket a vállalkozás tud befolyásolni és amelyek közvetlenül befolyásolhatják a hitelfelvételi politikát, hatást gyakorolhatnak a tőkeszerkezet alakulására. Ilyen tényezők: az iparág, az eszközök összetétele, a vállalati méret, a jövedelmezőség, likviditás, a vállalat üzleti kockázata, a kamat adópajzsa, nem adósság jellegű adópajzs. (Krénusz, 2007)

A vállalatspecifikus tényezők csoportja azt vizsgálja, hogy mi befolyásolja a vezetőket a tőkeszerkezet alakításában vállalati szinten. Az ilyen endogén tényezők között vannak olyan faktorok, amelyek minden vállalat esetében meghatározóak és vannak olyan egyedi tényezők, mint a vállalati stratégia vagy akár a gazdasági vezető vérmérséklete, amelyek kizárólag az adott cég tőkeszerkezetére vannak hatással.

Jövedelmezőség

A jövedelemtermelő képesség vizsgálata során arra keressük a választ, hogy a termelési tényezők meghatározott nagyságrendjének és összetételének hatására az adott termelési tényező milyen szerepet töltött be az eredmény létrehozásában. Kiszámítása során mindig az egyes eredménykategóriákat viszonyítjuk valamilyen vetítési alaphoz. Figyelemmel kutatásom fő irányvonalára, vagyis a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség kapcsolatának elemzésére, értekezésemben alapvetően a tőke arányos jövedelmezőségi mutatók közül az ösztőke jövedelmezőségének és a sajáttőke- arányos nyereségnek (Return on Equity - ROE) az elemzésére fókuszáltam, de a jövedelmezőségi mutatók tartalmát tekintve valamennyi mutató szerinti elemzés összehasonlítása hasonló eredményekhez vezet.

A tőkeszerkezet és a jövedelmezőség kapcsolatát egy adott mutató kiválasztása esetén is függő és független változóként is értelmezhetjük. A választásos elméletből kiindulva, ahol a magas nyereség jobb hitelképességet jelent és ösztönzi a vállalkozásokat a hitelfelvételre, hogy a kamatok adóalap csökkentő hatásán keresztül kihasználják az adómegettakarítás lehetőségét. Ez pozitív kapcsolatot jelent a jövedelmezőség és a tőkeáttétel között. (Varga, 2015) Pozitív kapcsolatot mutatható ki továbbá az ügynök elmélet feltételezése szerint is, ami tulajdonképpen a vállalkozás vezetőinek a megfigyelmezésének eszközét is jelenti. (Jensen-Meckling, 1976)

A hierarchia elmélet érvényesülését, - miszerint, ha a vállalkozásnál rendelkezésre áll belső forrás, akkor finanszírozási szükségletét elsősorban abból, és nem hitelfelvételből fogja kielégíteni - a vállalat jövedelmezősége és a vállalati tőkeáttétele között negatív kapcsolat támasztja alá. A jövedelmező vállalkozások esetén a hierarchia elmélet alapján a pénzügyi vezetők és a tulajdonosok a saját forrásokat, így a visszatartott profitot előnyben részesítik a finanszírozási döntéseik során, idegen forrásokért csak az előbbiek kimerítését követően folyamodnak. (Colombo, 2001) Tehát minél magasabb a jövedelmezősége az adott vállalatnak, annál inkább kevésbé szorul rá a külső forrásokra. A kevésbé nyereséges

alacsony pénzáramú vállalkozások, a pozitív nettó jelenértékű beruházások reményében nagyobb hajlandóságot mutatnak külső források bevonására. (Baloghné-Mundaca, 2015)

A tőkeszerkezet és a jövedelmezőség negatív kapcsolatát a G7 országai vizsgálatánál (Rajan-Zingales, 1995), svéd vállalkozások elemzésénél (Németh-Gyurcsik, 2019), amerikai vállalkozások elemzésénél (Krénsusz, 2005a), valamint a japán vállalkozások elemzésénél (Hirota, 1999) is igazolták. Mezőgazdasági vállalkozások tőkeszerkezet és jövedelmezőség elemzése alapján igazolódott, hogy a forrásszerkezeti arányok jelentősen hatnak a jövedelmezőségre, továbbá felírható egyfajta idegen tőke/saját tőke arány, amely hatására egy vállalkozás eredményesen vagy veszteségesen végzi tevékenységét. (Herczeg, 2009) Baranyi és szerzőtársai (2012) mezőgazdasági vállalkozások elemzéséből arra az eredményre jutottak, hogy a bővülő Európai Unió támogatásainak köszönhetően nagymértékben javult az agrár-vállalkozások jövedelmezősége. Az ilyen vállalkozások esetén a jövedelmezőség és ezen keresztül az önfinanszírozás erősen támogatásfüggő. Gill és szerzőtársai (2011) észak-amerikai vállalatokat tartalmazó mintán vizsgálták a jövedelmezőség és tőkeszerkezet kapcsolatát és pozitív irányú összefüggést mutattak ki, aminek magyarázata a kamat adóalapból történő levonhatósága állt. Felhívják a figyelmet az optimális tőkeszerkezetre, tehát nem a 100%-os eladósodottság a kívánatos, hanem ahol a legalacsonyabb a tőkeköltség. Hét nyugat-európai országban vizsgálta Weill (2008) a jövedelmezőség és az eladósodottság kapcsolatát, ahol Spanyolország és Olaszország esetében pozitív, Németország, Franciaország, Belgium és Norvégia esetében negatív irányú volt a kapcsolat. Cheng, Liu és Chien (2010) szerint egy bizonyos eladósodottsági szint felett (70%) már negatívan hat a hitelek magas aránya jövedelmezőségre, alatta viszont pozitív kapcsolatot mutatott ki.

Összegezve tehát a korábbi kutatások eredményeit, minél nagyobb egy vállalkozás jövedelmezősége, annál kevésbé van szüksége külső források bevonására a hierarchia elmélet szerint. Ettől függetlenül, amennyiben mégis az idegen forrás bevonása mellett dönt a vállalkozás vezetése, akkor nagy valószínűséggel alacsonyabb költségek mellett juthat banki finanszírozáshoz, ami pedig lehetőséget teremt a választásos elmélet szerinti adópajzs hatás kihasználására. Minél jobb egy vállalkozás önfinanszírozó képessége, az esetek többségében annál könnyebben és annál kedvezőbb feltételekkel jut hitelhez, ami viszont tovább javítja a vállalkozás helyzetét, ugyanis az idegen források bevonásával növelheti a

saját tőke hozamát, amennyiben a külső forrás elvárt hozama kisebb, mint az összes eszköz jövedelemtermelő képessége. (Borszédi, 2008)

Vállalati méret

A vállalat mérete ezáltal befolyásoló erővel bír a tőkeszerkezetre, ugyanis a nagyobb méretű vállalkozások diverzifikáltabbak, ahol kisebb a pénzügyi nehézség bekövetkezésének a valószínűsége, amelyek hitelezés szempontjából alacsonyabb kockázatot jelentenek, ezáltal kedvezőbb kamatlábakat tudnak alkalmazni a kisebb vállalkozásokhoz képest.

Általában a hitelezők a nagyvállalatokról kevésbé feltételezik, hogy csődbe, vagy csődközeli helyzetbe kerülnek és ezért nem lesznek képesek a megfelelő fedezet biztosítására. Az információs aszimmetriából adódó költségek a méret növekedésével csökkennek, hiszen minél nagyobb egy vállalat, annál inkább szigorúbbak az adatszolgáltatási kötelezettségei. Ezzel szemben a KKV szektor működése nehezen kiszámítható, kevésbé tőkeerősek, alacsony fedezettel rendelkeznek, valamint sokszor az átláthatóság hiánya is jellemzi őket. A fentiekből következik, hogy a KKV szektor vállalkozásainak nehezebb és egyben drágább is külső forrásokat bevonni a finanszírozásukba. (Béza et al, 2013) A választásos elmélet szerint pozitív kapcsolat valószínűsíthető a tőkeáttétel és a vállalati méret között, ami alapján az feltételezhető, hogy minél nagyobb, tőkeerősebb, átláthatóbb egy vállalkozás, annál nagyobb eséllyel jut külső forrásokhoz.

A hierarchiaelmélet abból a feltevésből indul ki, hogy minél nagyobb egy vállalkozás, annál nagyobb ügynöki, csőd- és aszimmetrikus információból származó költségekkel kell számolnia, így nehezebben jut hitelekhez. (Baloghné-Mundaca, 2015) Eszerint negatív kapcsolat valószínűsíthető a tőkeáttétel mértéke és a vállalati méret között. Ezt támasztotta alá Szemán (2008) és Olokoyo (2013), akik a teljes kötelezettségállomány tekintetében mutatták ki a negatív kapcsolatot, vagyis minél nagyobb egy vállalat annál kisebb a tőkeáttétele.

A méret és a tőkeáttétel kapcsolatának vizsgálatával foglalkozó kutatások jelentős része pozitív kapcsolatot mutatott ki a két tényező között, azonban számos tanulmány a vizsgált vállalkozások statisztikai régiók szerinti elhelyezkedésétől függetlenül eltérő eredményeket igazolt. Kiraci-Aydin (2018) légitársaságokat vizsgálva csak a rövid lejáratú kötelezettségek kapcsolatában talált pozitív kapcsolatot, míg Salawu (2007) nigériai tőzsdén jegyzett társaságokat vizsgálva a hosszú lejáratú kötelezettségek esetében igazolta a pozitív kapcsolatot, de olyan is előfordult, ahol negatív kapcsolatot mutattak az eredmények. A

szerteágazó eredmények azt feltételezik, hogy az egyes kutatások nem azonos módszertant használtak a vizsgálataik során, ezért fordulhatott elő, hogy ennyire különböző eredmények születtek. A kapott eredmények sok esetben nem összehasonlíthatóak, mert egyes kutatók a vállalkozás méretét a foglalkoztatottak létszámával, míg mások az árbevétellel vagy a vállalkozás eszközeinek logaritmusával fejezték ki. Az sem hagyható figyelmen kívül továbbá, hogy minél nagyobb egy vállalkozás, annál inkább képes saját forrásból finanszírozni működését és annál kevésbé van szüksége külső finanszírozási forrásokra, ami magyarázhatja a két tényező negatív kapcsolatát.

Statisztikai régió

A statisztikai régió, mint tőkeszerkezetet befolyásoló tényező a régiók, országok, nagyobb földrajzi területek gazdasági jellemzőinek a hatását fejezi ki. Azonban előfordulhatnak olyan körülmények is, amelyek önmagukban nem értelmezhetők tőkeszerkezetet befolyásoló tényezőként (pl.: 1000 vállalkozásra jutó bankfiókok száma a régióban) vagy nem mérhető (pl. szokások, hagyományok), de ettől függetlenül hatással vannak a tőkeszerkezet változására. Palacín-Sánchez és szerzőtársai (2013) Spanyolország régióiban vizsgálták a statisztikai régiók szerinti elhelyezkedés és a tőkeszerkezet közötti összefüggést. Tanulmányukban a differens GDP arányos bankhitelekkel, az 1000 lakosra jutó bankfiókok számával, az egy főre jutó GDP-vel, a GDP növekedéssel és az inflációs rátával magyarázták a régiók közötti különbségeket. Eredményeik statisztikailag szignifikáns regionális különbségeket mutattak ki a vállalkozások rövid- és hosszúlejáratú, valamint teljes hitelállománya tekintetében. Magyarországi vállalkozások vonatkozásában Gál (2013) szintén azt a megállapítást tette, hogy a statisztikai régiók szerinti elhelyezkedésnek szignifikáns a hatása a vállalkozások tőkeszerkezetére.

Vállalati növekedés

A vállalati növekedés mérésében a közgazdászok között sincs egyetértés, ugyanis nehezen lehet meghatározni, hogy milyen indikátorral, vagy mutatók kombinációival lehetséges pontosan mérni ezt a tényezőt. (Zsupanekné, 2010) Miután nincs egységes, összehasonlítható módszertan a vállalati növekedés mérésére, ezért meghatározni sem egyszerű annak a tőkeszerkezetre gyakorolt hatását. Az eltérő módszertanoknak köszönhetően a korábbi kutatások sem mutatnak egyértelmű eredményt, de ettől függetlenül

a vállalati növekedésnek a tőkeszerkezetre gyakorolt hatása valószínűsíthető. (Zsupanekné, 2005)

Oino és Ukaegbu (2015) szerzők a vállalati növekedés és tőkeszerkezet kapcsolatára vonatkozóan azt feltételezték, hogy a tőkeáttétel és a vállalati növekedés között pozitív kapcsolat van, ugyanis a vállalkozás növekedésével egyidejűleg szükségszerű a külső forrás bevonása is, amit korreláció elemzéseikkel többen alátámasztottak. Krénusz (2005a) az Egyesült Államok vállalkozásaira fókuszáló kutatásában már csak a kapcsolat létezését tudta kimutatni, elemzései alapján annak az iránya nem volt egyértelmű. Később hasonló célkitűzésű és módszertanú magyarországi vállalkozások elemzéseiben Baloghné és Mundaca (2015) már a kapcsolatot sem tudták igazolni.

Ross (1977) jelzésérték elmélete alapján a magas növekedési potenciállal rendelkező vállalatok nagy arányban vesznek igénybe idegen forrásokat, kihasználva annak holtteher költségét. Mutatószámként az árbevétel növekedési ütemét veszik alapul, de ezen kívül elterjedt még a K+F ráfordítások árbevételhez viszonyított arányának alkalmazása vagy a könyv szerinti érték piaci értékhez történő viszonyítása, ugyanakkor az utóbbi adat elérhetősége a tőzsdei cégekre korlátozódik, ezért a teljes piac elemzése így nem lenne lehetséges. A magas érték azt feltételezné, hogy részvénykibocsátás útján kedvezőbb feltételekkel juthat a vállalat tőkéhez, mint a hitelfelvétellel, ezért a kapcsolat irány a negatív lesz. A magas részvényár oka túlárazás is lehet, ami az aszimmetrikus információ kérdésére vezethető vissza.

A kutatások eltérő eredményeit a különböző vállalati növekedésre vonatkozó mérőszámok kialakítása okozhatta. Néhányan az árbevétel változásában látták a vállalat növekedését, míg mások a befektetési lehetőségeket azonosították vállalati növekedésként.

Az eszközök összetétele

A tőkeszerkezet alakításában szerepet játszó változók közül az eszközök összetétele az egyik legtöbbet vizsgált és hivatkozott tényező, ennek ellenére a kutatók között nincs egyetértés a kapcsolat irányát illetően. A befektetett eszközök, a vállalkozás bevételszerző tevékenységét tartósan szolgáló olyan vagyonelemek, amelyek magas aránya hozzájárul a vállalat hitelképességének növeléséhez, mivel ezek az eszközök fedezetként szolgálhatnak egy esetleges kölcsönügylet során. Minél nagyobb a fedezetként figyelembe vehető eszközök aránya, annál nagyobb eséllyel részesülhetnek külső forrásból a vállalkozások. Mérésére a tárgyi eszközök arányát szokták figyelembe venni az összes eszközökön belül.

Az ügynökelmélet szerint a befektetett eszközök aránya szintén meghatározó a tőkeszerkezet szempontjából, azáltal, hogy fedezetként tekintenek rá, csökkenti az eladósodottság miatt jelen lévő ügynökköltségeket, illetve befolyással van a finanszírozási forma megválasztására, tehát az idegen külső vagy belső finanszírozás közötti döntésre.

Az információs aszimmetria a tulajdonos és a menedzser között időnként fellépő érdekellentéteken keresztül gyakorol befolyást a tőkeszerkezet kialakítására. (Jensen-Meckling, 1976) Ez a klasszikus tulajdonos-menedzser reláció azonban ritkán jelentkezik a KKV szektorban, ahol a két pozíció az esetek többségében nem válik el egymástól. Ezért ebben az esetben az információs aszimmetria a külső forrást nyújtó szervezet és az azt igénylő között jelentkezik, ami leginkább a hitelbírálathoz szükséges információk korlátozott elérhetőségében nyilvánul meg. Ebből adódóan a gyakorlatban a KKV-k finanszírozása erősen fedezet alapú. (Kon-Storey, 2003)

Hirota (1999) elemzéseiben pozitív kapcsolatot fedezett fel a tárgyi eszközök összetétele és a tőkeáttétel között, amelyek igazolták, hogy egy vállalkozásban a tárgyi eszközök növekedése a tőkeáttétel növekedését vonja maga után. Harris és Raviv (1991) is pozitív irányú kapcsolatot talált az eladósodottság és a befektetett eszközök aránya között, amit a már korábban említett fedezetként történő bevonhatósággal magyaráznak. Ţaga és Stănică (2016) a rövid és hosszú lejáratú kötelezettségek összevont elemzésében negatív irányú kapcsolatot igazoltak. Grossman és Hart (1982) az alacsony tárgyi eszközök miatt a részvényesek oldalán fellépő magasabb ügynökköltségekkel magyarázták a negatív irányú kapcsolatot. Hasonló megállapításra jutottak továbbá Titman és Wessels (1988), Barton és Gordon (1988), valamint Cornelli és szerzőtársai (1996) is. Oino és Ukaegbu (2015) kutatásukban kizárólag a hosszú lejáratú kötelezettségek esetében mutattak ki a pozitív kapcsolatot, míg rövid lejáratú kötelezettségek esetében negatív korrelációt fedeztek fel. Baloghné és Mundaca (2015) az eszközök összetételét és a rövid lejáratú kötelezettségeket vizsgálva negatív-, míg a hosszú lejáratú kötelezettségeket vizsgálva pozitív kapcsolatot fedeztek fel, amiből arra a következtetésre jutottak, hogy a magyarországi, KKV szektor vállalkozásai a tárgyi eszközök növekedésével a rövid lejáratú hiteleiket hosszú lejáratú hitelekkel helyettesítik.

Álláspontom szerint a rövid lejáratú kötelezettségek túlsúlya esetén a tőkeáttétellel való negatív kapcsolat azért jelenik meg, mert az átmeneti forráshiány fedezetére szolgáló hitelek esetén nem elvárás a bankok részéről a tárgyi fedezet biztosítása. A negatív irányú kapcsolatnak a másik magyarázata lehet a hierarchia elmélet, miszerint a magasabb tárgyi

eszköz állománnyal rendelkező vállalkozások az információs aszimmetria okozta kockázatok elkerülése miatt kevésbé vesznek igénybe külső forrásokat. Piacgazdasági viszonyok között minél nagyobb a befektetett eszközök aránya az összes eszközön belül, annál nagyobb lehet a vállalkozás tőkeszerkezetében a hitel aránya, ugyanis ezek a tárgyi eszközök megfelelő fedezetet jelentenek a hitelezőknek.

Üzleti kockázat

A fizetéseképtelenség számszerűsítésére több módszer létezik, azonban alkalmazásuk jelen esetben területi korlátokba ütközik. Tekintettel arra, hogy a bedőlésben szerepet játszó változók összetételében térben és időben jelentős eltérések mutatkoznak, ezért ennek modellezése túlmutat a juttatás keretein. Arutyunjan (2002) a magyar mezőgazdasági vállalkozások elemzésével a korábbi csődmodelleket vizsgálta, ahol alacsony besorolási pontosságot kapott eredményül. Minden ország esetében szükséges lenne évenként egy megfelelő elemszámú mintán több modell felállítására majd a visszamérések után a leghatékonyabbat kiválasztva kockázati osztályokba sorolni vagy egyszerűen az így kapott bedőlési valószínűségeit a vállalatoknak figyelembe venni a tőkeszerkezet elemzések során. A csődelőjelzés területén első volt Beaver (1966), aki egyváltozós elemzés segítségével vizsgált 79 bedől és 79 életképes vállalkozást. Egy vállalatot akkor tekintett bedőltnek, ha ellene csődeljárás indult, negatívba fordult a bankszámla egyenlege, vagy nem tudott eleget tenni a kötvény, illetve osztalékfizetési kötelezettségének. Az előrejelzéshez használt mutatószámokat a vizsgálatban résztvevő cégek mérlegsoraiból számolta, amelyek közül a legpontosabbnak a cash flow/összes eszköz mutató bizonyult. Fő megállapítása volt, hogy a mutatószámok alkalmasak lehetnek a fizetéseképtelenség előrejelzésére 5 év távlatában.

A többváltozós csőd előre jelző elemzések területén Altman (1968) modellje tekinthető mérföldkőnek, ahol diszkriminancia analízis segítségével 95 százalékos pontossággal ismerték fel egy 66 elemszámú mintán a fizetőképes és fizetéseképtelen vállalkozásokat. Ohlson (1980) logisztikus regressziós elemzést alkalmazott a fizetéseképtelenség előrejelzésére, aki 105 fizetéseképtelen és 2058 fizetőképes vállalatot vizsgált modelljében, figyelve a kétfajta státusz megfelelő arányára a mintában. Odum és Sharda (1990) kutatásukban jelentek meg először a neurális háló, amely legalább annyira hatékonynak bizonyult, mint a diszkriminancia analízis. Gyakran használják továbbá az üzleti kockázat mérésére a profit volatilitását, amit a ROA mutató szórásával szoktak kifejezni, de találkozhatunk a szakirodalomban az árbevétel szórása/összes eszköz

mutatóval is. (De Jong et al., 2007) Jindrichovska, Ugurlu és Kubickova (2013) a fizetett kamatok és a kamatfizetés előtti eredmény hányadosával fejezte ki a kockázatot. Hasonló megközelítéssel találkozhatunk Serrasqueiro és Caetano (2015) cikkében, akik a kamatfizetés és amortizáció előtti eredmény százalékos változásával fejezték ki a kockázatot. A kockázatnak, mint magyarázó változónak a választásos elmélet tesztelésénél lehet szerepe, ami növeli a bedőlési valószínűséget, ezért így negatív kapcsolat feltételezhető a tőkeáttétellel szemben. (Szűcs, 2018)

A pénzügyekben általában a működési pénzáramok volatilitásával kapcsolatos bizonytalanságot értjük kockázat alatt. (Pálinkó-Szabó, 2006) Minél kockázatosabb egy vállalat, annál magasabb kamatok (kockázati felár) mellett részesülhetnek külső finanszírozási forrásokban, ebből adódóan az üzleti kockázat változásával együtt változik a tőkeköltség is. (Brealey-Myers, 2011) Ez negatív kapcsolatot jelent az üzleti kockázat és a tőkeáttétel között, de hasonlóan a korábban említett mikrogazdasági tényezők többségéhez, ezt a feltételezést a kutatások nem tudták statisztikailag igazolható módon alátámasztani. A legfőbb eltérést a nem egységes módszertan és az eltérő mérőszámok kialakítása okozta. Balla (2006) az üzleti kockázatot kutatása során az eszközarányos megtérülés (ROA) szórásával fejezte ki, ahol az egyik kutatásában pozitív szignifikáns kapcsolatot fedezett fel, míg egy másik esetben a teljes tőkeáttétel és a kockázat között nem talált kimutatható szignifikáns kapcsolatot.

Tulajdonosi szerkezet

Számos elemzés készült korábban, amelyek a tulajdonosi szerkezet és a tőkeszerkezet összefüggéseire koncentráltak. Ezekben a munkákban a tulajdonosokat az állami tulajdon és magántulajdon megközelítésében csoportosították, de sok elemzés a belföldi és külföldi csoportosítást veszi alapul. Ezen kívül a tulajdonos - menedzsment kapcsolata is lényeges tényező a tőkeszerkezet szempontjából. Balla (2006), Krénusz (2007) és Gál (2013) pozitív kapcsolatot fedeztek fel a tőkeáttétel és a külföldi tulajdoni hányad között, ami annyit jelent, hogy minél nagyobb a külföldi tulajdon aránya, annál magasabb a vállalkozások tőkeáttétele. Ennek az oka az lehet, hogy a külföldi érdekeltséggel is rendelkező vállalkozások hazai források mellett könnyebben jutnak külföldi forrásokhoz. Az állami tulajdon esetén Krénusz (2007) elemzésében negatív összefüggést talált, amit azzal magyarázott, hogy az állam a hitelfelvétel helyett legtöbbször saját tőkével ruházza fel azokat a vállalkozásokat, amelyekben üzletrésszel rendelkezik.

Baloghné-Mundaca (2015) ezzel ellentétben nem találtak szignifikáns összefüggést az állami tulajdon aránya és a tőkeáttétel változása között, ahogy Özer és Özen (2017) sem találtak ok-okozati összefüggést a tulajdonosi struktúrák és a tőkeszerkezet között, akik az állami tulajdon aránya mellett a külföldi részesedések arányát, valamint a tulajdonosi koncentrációt is vizsgálták tanulmányukban. Ezen kívül a nemzetközi szakirodalmakban is számos elemzést találhatunk a menedzsment tulajdoni viszonya és a tőkeáttétel közötti összefüggések vizsgálatára, azonban azok az elemzések sem mutatnak egységes képet. Kulathunga és szerzőtársai (2017) szignifikáns pozitív kapcsolatot mutattak ki a tőkeszerkezet és a vezetők tulajdonában lévő részvények aránya között, míg Al-Thuneibat (2018) eredményei a negatív kapcsolatot tárt fel a két tényező között.

Tevékenység jellege, iparág

Az ágazati hovatartozás közvetett módon jelenik meg a tőkeszerkezet kialakításában, függetlenül attól, hogy léteznek ágazat specifikus tőkeszerkezeti modellek, amelynek háttérében az eszközök összetételének és az üzleti kockázat hasonlósága áll, ami közvetlenül hat a vállalat finanszírozási lehetőségeire. A vállalatok figyelik a hasonló iparágban működő versenytársaikat és tartózkodnak az átlagtól túlságosan eltérő tőkeszerkezet kialakulásától. A jelenség elméleti magyarázata, hogy minden ágazatnak van egy jellemző kockázati karakterisztikája, amihez az adott ágazatba tartozó vállalatok tőkeáttételének hosszútávon igazodnia kell, tehát a csordaszellem érvényesül. (Pais, 2017)

A vállalkozások iparági hovatartozása és az eszközök összetétel között összefüggés mutatható ki, ugyanis az ipari vállalkozások esetében a tárgyi eszközök lényegesen nagyobb részarányt képviselnek az összes eszközhöz viszonyítva, mint a kereskedelmi vagy szolgáltató vállalkozásoknál, ahol a hangsúly a forgóeszközök állományára helyeződik. Az eszközöknek ezektől eltérő összetételét figyelhetjük meg a szolgáltató szektorban, ahol a szolgáltatás jellegétől függően szintén nagyon változatos képet festenek szektoron belül is az egyes vállalkozások eszközstruktúrái. A mezőgazdaság különösen speciális ágazatnak tekinthető ebből a szempontból, ugyanis egyrészt a mezőgazdasági termelés eredményességét, a jövedelmezőséget valamennyi tevékenységtől eltérő tényezők határozzák meg, így az ágazatban a költségek és a hozamok alakulását jelentősen befolyásolja a biológiai folyamatok alakulása és az embertől független külső tényezők változó hatása, úgymint az éghajlati viszonyok, csapadék vagy a napsütés. (Túróczy, 2013)

Abor (2008) ghánai KKV mintát vizsgálva talált összefüggést az eladósodottság és az ágazati hovatartozás között. A legmagasabb tőkeáttétellel a mezőgazdasági cégek rendelkeztek, ahol ez magas fedezetként szolgáló eszközökkel párosult, míg a nagy és kiskereskedelem rendelkezett a legalacsonyabb mutatóval. Titman (1982) szerint egyes iparágakban működő vállalkozások drágábban jutnak forrásokhoz, emiatt pl.: a gépgyártásban tevékenykedő cégek alacsonyabb tőkeáttétellel rendelkeznek. Csernák és Konecsnyi (2013) iparáganként vizsgálták a vállalkozások jövedelmezőségi helyzetét és elemzésükben igazolták, hogy a tevékenységi körnek van befolyása a tőkeszerkezetre, azonban a kapcsolat gyengének minősült. Bowen, Daily és Huber (1982) szignifikáns különbséget talált az egyes iparági tőkeszerkezeti átlagok között, amik időben állandóak, emellett az ágazaton belüli cégek igyekeznek a tőkeszerkezetüket fokozatosan az iparági átlaghoz közelíteni. Krénusz (2007), aki arra a következtetésre jutott, hogy minél tőkeigényesebb egy vállalat, annál inkább nő a tőkeáttétele. Szemán (2008) elemzése is rámutatott az iparág befolyásoló hatására, valamint az ágazat gazdasági ciklusokra való érzékenységére is. Álláspontja szerint a gazdaság ingadozásaira érzékeny vállalkozások nem működhetnek jelentős idegen tőkével, mert recesszió idején fizetési nehézségük alakulhat ki. Elemzésében méretük alapján is vizsgálta a vállalkozásokat, amelynek eredményeképpen megállapította, hogy minél nagyobb egy vállalkozás, annál jobban érvényesülnek az iparág jellemzői.

Likviditás

A likviditás tőkeszerkezetre gyakorolt hatása kettős, ugyanis a magas likviditás a visszatartott profit létezését feltételezi, ezáltal a hierarchia elmélet alapján ez negatív kapcsolatot jelent, mivel a forrásbevonási sorrend elején áll, tehát beruházás esetén ezek a források kerülnek elsőként felhasználásra és a vállalat kevésbé lesz rászorulva a hitel felvételére. Ugyanakkor a magas likviditás alacsony nemfizetési kockázattal jár együtt, így növeli a külső forrásbevonás esélyét, hiszen a hitelintézeteknél pozitív üzenete van a mutató magas értékének. Az ellentétes magyarázatok háttérében a cég mérete és kora állhat, régebb óta a piacon lévő nagyvállalatok esetében a magas likviditás a belső források felhasználására ösztönzi a döntéshozót, míg a KKV-k esetében ez inkább a pénzügyintézetek felé hordoz pozitív üzenetet és javítja a cég hitelképességét. A KKV szektor esetén a belső források felhasználását korlátozhatják a tulajdonosi érdekek, akik az így létrejött többlet pénzáramlás egy részére vagy teljes egészére igényt tartanak. A fenti értelmezés alapján a nagyvállalatok

esetében negatív, a KKV-k esetében pedig pozitív lehet a kapcsolat iránya a likviditás és a hosszú lejáratú hitelek között.

Baloghné és Mundaca (2011) a pénzeszközök befolyásoló szerepét vizsgálták. Az ügynök és a hierarchia elméletek szerint negatív kapcsolatot feltételeztek a pénzeszköz-állomány nagysága és az áttétel között, amelyet empirikusan igazoltak is. Eredményeik azt mutatják, hogy a hazai nagyvállalatok a pénzeszközök növekedésére a rövid lejáratú kötelezettségek csökkentésével reagálnak, míg a kis/közepes feldolgozóipari vállalatok magas készpénzállomány mellett hosszú lejáratú kötelezettségeiket csökkentik, a jobb reputáció érdekében.

Egyéb tényezők

Az előzőekben olyan mikrogazdasági tényezőkről tettem említést, amelyek a tőkeszerkezet befolyásoló tényezőivel foglalkozó kutatások meghatározó többségében a vizsgálat tárgyát képezték, ugyanakkor a szakirodalom áttekintése során találkoztam olyan tényezőkkel, amelyekkel lényegesen kevesebb tanulmány foglalkozott.

A hírnév vizsgálatára is találhatunk példát a szakirodalmak áttekintése során. Ţaga és Stănică (2016) a vállalat könyv szerinti és piaci értékének hányadosával fejezték ki a vállalkozás hírnevét, amelyet rövid és hosszú lejáratú, valamint a teljes tőkeáttételhez viszonyítva is megvizsgáltak. Eredményeik azt mutatják, hogy a hírnév javulásával, a rövid lejáratú tőkeáttétel és ezáltal a teljes tőkeáttétel is nő, míg a hosszú lejáratú kötelezettségre nincs hatással a hírnév pozitív változása. Hatással lehet a tőkeszerkezetre a vállalati életciklus is, ugyanis a különböző életszakaszokban más és más pénzügyi problémákkal kell szembenéznük a vállalatvezetőknek, így az alapítás és a működés megkezdése, a növekedés, a stabilitás vagy éppen a hanyatlás, vagyis a válság idején is különböző összetételét figyelhetjük meg a rendelkezésre álló tőkének. Czelleng (2013) elemzésében a flexibilitás tőkeszerkezetre való hatását, vagyis a nem várt eseményekre, lehetőségre történő reagálás idejének és mértékének oldaláról közelítette meg a tőkeszerkezeti döntéseket. Eredményei igazolták, hogy a pénzügyi flexibilitás hatással van a tőkeszerkezetre. Minél nagyobb a flexibilitás annál magasabb a saját tőke, hiszen értelemszerűen így képesek alacsonyban tartani a vállalkozások a kötelezettségek arányát, hogy a későbbi lehetőségek, vagy negatív sokkok esetén kölcsöntőkéhez juthassanak. Bancel és Mittoo (2010) a pénzügyi flexibilitást a vállalati tőkeszerkezeti döntéseket leginkább befolyásoló tényezőként említették tanulmányukban.

A jelzésérték modell (Signalling) több szakirodalomban is felmerül, mint tőkeszerkezet befolyásoló tényező, azonban álláspontom szerint a jelzésérték önmagában nincs közvetlen hatással a vállalkozások pénzügyi forrásainak összetételére, mivel a jelzésérték nem egy konkrét tényező, annak kifejezésére több lehetőség is biztosított. Egyfelől az osztalék kifejezheti a jó pénzügyi helyzetet (Balla, 2006), minél magasabb arányú az osztalék, annál inkább következtethetünk a megfelelő, eredményes működésre (Gál, 2013), ami alapján pozitív kapcsolatot feltételezhetünk a jelzésérték és a tőkeáttétel között, azonban jelzésértéke lehet az exportpiaci jelenlétnek is, miután Szerb és szerzőtársai (2013), Békés és szerzőtársai (2013), valamint Éltető és Udvari (2018) bebizonyították, hogy az exportpiacon megjelenő vállalkozások nagyobb jövedelmezőséget, nagyobb termelékenységet tudtak elérni, csökkentve ezzel a vállalat kockázati besorolását, ugyanis minél nagyobb az export volumene, annál kevésbé valószínűsíthető, hogy a vállalkozásnak likviditási problémái lennének. Következésképpen könnyebben és olcsóbban juthattak külső forrásokhoz a vállalkozások, amelyet empirikus úton is igazolt Abor (2008), valamint Baloghné és Mundaca (2015). Ezen kívül jelzésértékű tényező lehet a vállalkozás alapítása óta eltelt évek, amely a folyamatos és fenntartható működésre és hitelképességre utal. Egyiptomi vállalkozásokat vizsgálva pozitív kapcsolatot igazolt Wahba (2014).

A tőkeszerkezet mérése

A vállalkozások pénzügyi, számviteli adataiból különböző tőkeáttételi mutatók segítségével (leverage [US], gearing [UK]) különböző eredmények számíthatóak. A működési tőkeáttétel (operating leverage) nagyságát a vállalat profitnövekményének és az eladott árumennyiség növekményének hányadosával mérjük. Alapvető meghatározója a fix és változó költségek aránya, ahol magas fix költségek mellett ez a mutató a nyereségességet mutatja. A befektetői tőkeáttétel (investment leverage) az olyan befektetések (értékpapírok adásvétele, határidős tőzsdei pozíciók létrehozása) esetén jelentkezik, ahol a szükséges letét csak töredéke a művelet teljes összegének. (Sulyok-Pap, 1995)

Elemzéseinkben a pénzügyi tőkeáttételt használjuk, amely a vállalat eladósodottságát méri. A mutató egyik fajtája a tőkeáttétel, ami az idegen források összes forráson belüli arányát mutatja meg. Képlettel kifejezve:

$$L = \frac{D}{D + E}$$

ahol D az összes kötelezettséget (debt), míg E a saját tőkét (equity) jelöli, tehát D+E az összes forrás.

Hasonlóan szokták számolni a kötelezettségek (idegen források) és a saját tőke arányát, azaz D/E-t. Különböző mutatók alakíthatók ki aszerint, hogy mit értenek idegen forrás alatt, vagyis mely mérlegsorokat vonják össze. Több kutatás a hosszú lejáratú kölcsönök és a saját tőke arányát, az adósságállomány piaci értékének és a saját tőkének az arányát, vagy akár a kötelezettségállomány egyes elemeinek (bankhitelek, szállítók) a saját tőkéhez vagy összes forráshoz viszonyított arányát elemzi. A fentiek alapján a pénzügyi tőkeáttétel indexei azt mutatják meg, hogy a vállalat eszközei milyen fedezetet nyújtanak a kötelezettségekre.

2.1.5. Tőkeszerkezeti elméletek értékelése

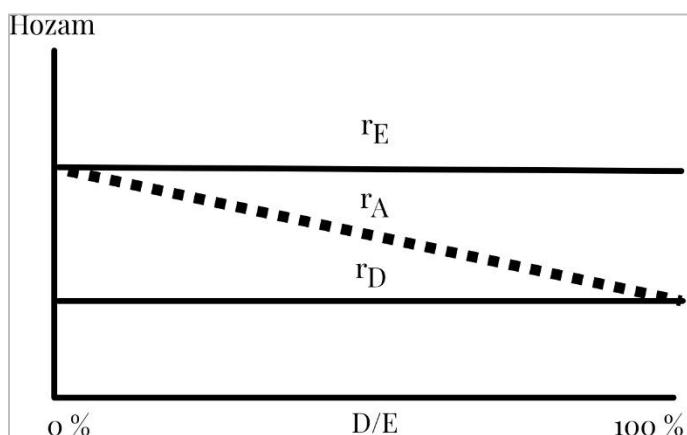
Az első tőkeszerkezettel foglalkozó elméletek Durand és a közgazdasági Nobel-díjjal is kitüntetett Modigliani-Miller szerzőpáros (1958) munkásságához köthetők. Durand nevéhez fűződik, aki a „Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement” című, 1952-ben megjelent cikkében foglalkozik részletesen a tőkeszerkezet kérdéskörével. Elsősorban azt vizsgálja, hogy a vállalat értékére milyen hatással van a tőkestruktúra, létezik-e egy optimális tőkeszerkezet, vagy csak az eszközök összetétele bír befolyásoló erővel. Kutatásaikra az volt a jellemző, hogy számos olyan egyszerűsítő jellegű feltételezéssel éltek nézeteik megalapozása során, amelyek valóban egyszerűbbé tették a modellezést, de a valós piaci körülményektől távol álltak, vagy amelyek kizárólag tökéletes piac feltételezése mellett érvényesülnek. A modellezés során leggyakrabban alkalmazott módszerek közé tartozott, hogy:

- A gazdaságban nincs a vállalkozások nyereségét terhelő adó (társasági adó), nincs személyi jövedelemadó.
- Nincsenek a fizetési nehézségeknek, likviditási problémáknak költségei, nincsenek ügynök és csőd-költségek.
- A vállalkozások a megtermelt jövedelmet teljes egészében kifizetik a tulajdonosoknak.
- Azonos feltételek mellett működő vállalkozások kockázata azonos és konstans.
- A piaci szereplők ár elfogadóak és racionális döntések jellemzik őket.
- A vállalkozás nettó működési jövedelme (EBIT) időben állandó lesz.

Később Modigliani és Miller is törekedett az egyszerűsítő feltételek feloldására, az adók tőkeszerkezeti döntésekre gyakorolt hatásainak vizsgálatával, majd további, napjaink tőkeszerkezeti kutatásainak alapját adó elméletek jelentek meg, úgymint Jensen és Meckling (1976) ügynök elmélete (Agency Theory), a választásos elmélet (Trade-off Theory), illetve Myers (1984) nevéhez köthetően a hierarchia elmélet (Pecking Order Theory). Krénusz (2007) szerint nem létezhet minden feltétel egyidejű feloldását biztosító elmélet, hiszen a tőkeszerkezeti döntések csak származékos döntések, jellemzően más vállalati politikák függvényei. Az első értékelési modelleknek három változatát különböztette meg egymástól a szakirodalom:

- a nettó jövedelem elmélet (Net Income approach - NI),
- a nettó működési jövedelem elmélet (Net Operating Income approach - NOI),
- hagyományos elmélet (Traditional approach).

Nettó jövedelem elmélet abból indul ki, hogy az idegen tőke költsége mindig alacsonyabb, mint a saját tőke költsége, ebből következik, hogy ha a vállalkozás növeli tőkeszerkezetén belül az idegen tőke részarányát, vagyis növekszik a tőkeáttétel értéke, akkor az átlagos tőkeköltség csökkenni fog. Minél több idegen tőkével gazdálkodik egy vállalkozás, annál alacsonyabb lesz az átlagos tőkeköltsége. (Shapiro, 1989)



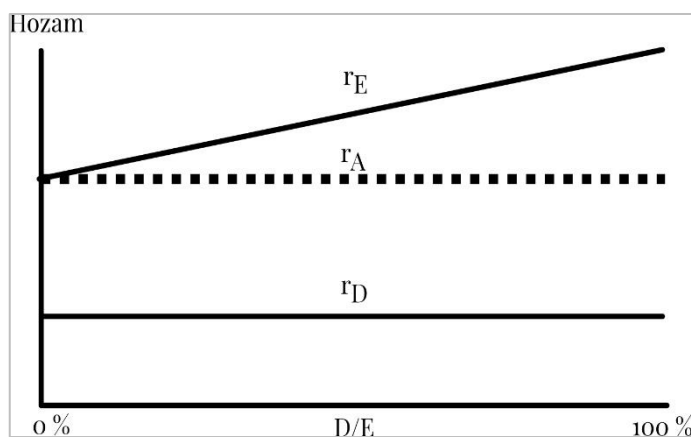
3. ábra: A nettó jövedelem (NI) elmélet
(Forrás: Brealey-Myers, 2011)

A nettó jövedelem elmélet alapján a súlyozott átlagos tőkeköltség akkor lesz a legalacsonyabb, amikor ennek az értéke eléri az adósság kamatlábát, tehát a 100%-ban idegen forrásból történő finanszírozás esetén. Így a vállalat értéke is ott lesz a legmagasabb, ahol a súlyozott átlagos tőkeköltség a legalacsonyabb, mivel az elmélet a

jövőbeli pénzáramlások diszkontált jelenértékével méri ezt az értéket. Egy vállalkozás értékét a vállalkozástól várható jövőbeli jövedelmeknek az átlagos tőkeköltséggel diszkontált összegeként értelmezzük (jövedelmek tőkésítése). Minél több idegen tőkét von be a tőkeszerkezetbe a vállalkozás, annál inkább lenyomja az átlagos tőkeköltséget, a

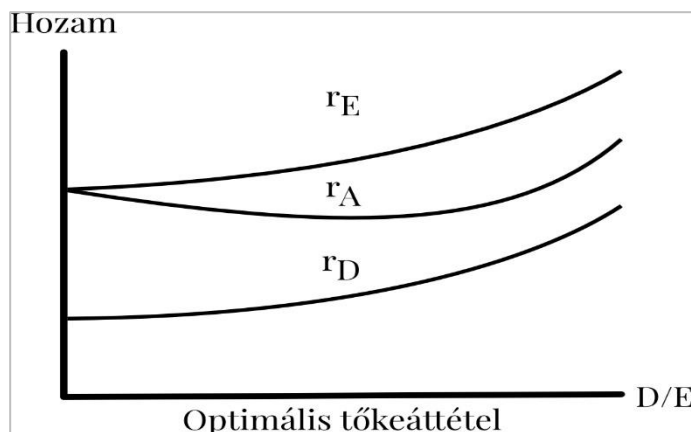
diszkontálás eredményeképpen annál inkább megnöveli a cég piaci értékét. Az idegen tőke növekedésével párhuzamosan nő a vállalkozás piaci értéke. Az elmélet gyakorlati megvalósíthatósága nehezen kivitelezhető, mivel az idegen tőke részarányának növelése esetén a vállalkozás hitelezőinek kockázata is emelkedik, amelyet a befektetők nem lesznek hajlandók változatlan kamatok mellett elviselni. Figyelembe kell venni, hogy az idegen tőke részarányának növekedése az idegen tőke költségét a saját tőke költségének mértéke felé növeli, vagyis az átlagos tőkeköltség nem fog folyamatosan csökkenni.

A nettó működési jövedelem megközelítés abból indul ki, hogy az idegen tőke költsége (r_D) és az összes tőke költsége a tőkeszerkezettől függetlenül konstans, a saját tőke költsége viszont nem tekinthető állandónak. Ebben az elméletben már megjelenik a kockázati tényező is, mivel a kölcsöntőke növekedésével



4. ábra: A nettó működési jövedelem (NOI) elmélet
(Forrás: Brealey-Myers, 2011)

nőni fog a saját tőke költsége (r_E) is, mivel magasabb eladósodottsági szint mellett nagyobb lesz a részvényesek elvárt hozama, vagyis a tulajdonosok a több adósság miatt megnövekedett kockázatukat magasabb hozamelvárással igyekeznek kompenzálni. (Gyulai-Paróczainé, 1990) Az így megnövekedett tőkeköltség pontosan ellensúlyozza az olcsóbb kölcsöntőke arányának növekedéséből származó előnyöket és emiatt a súlyozott átlagos tőkeköltség (r_A) állandó lesz, tehát ebből levezethető, hogy a vállalat értéke független a tőkestruktúrától. Az elmélet a nettó működési jövedelem fogalmát az idegen tőkét nyújtóknak fizetendő kamatok és a tulajdonosok részére fizetendő osztalék összegeként értelmezi. A cég piaci értékét a nettó működési jövedelmeknek az átlagos tőkeköltség mellett diszkontált értékösszegének tekinti. (Brealey-Myers, 1993)



5. ábra A hagyományos elmélet
(Forrás: Brealey-Myers, 2011)

A hagyományos elmélet feltételezése szerint létezik egy olyan optimális tőkeáttétel, ahol az átlagos tőkeköltség (r_A) értéke minimális, ennek következményeként pedig a vállalat értéke maximális. Az elmélet képviselői belátták, hogy az idegen tőke bevonása növeli a saját tőke költségét (r_E) is, mert az idegen tőke

növeléséből adódó kockázatuk növekedésével párhuzamosan a tulajdonosok hozamelvárása is növekedni fog, azonban ennek az elméletnek az alapvető gondolata, hogy a finanszírozási mixben eszközölt változtatások képesek befolyásolni a vállalat értékét, ahol a megfelelő saját tőke/adósság arány pozitívan hat a vállalat értékére.

A Modigliani Miller tételek

Az eddig tárgyalt elméletek mindegyike más és más végkövetkeztetésre jut, annak ellenére, hogy a kiindulási feltételeiket tekintve sok hasonlóság található közöttük. Több elméleti közgazdász meghatározását követően legátfogóbban Franco Modigliani és Merton Miller két tételben fogalmazták meg álláspontjukat egy 1958-ban megjelent „A tőke költsége, a vállalati pénzügyek és a beruházás elmélete” című a tőkeszerkezeti elméletek szempontjából meghatározó jelentőségű cikkükben.

A hagyományos elmélettel szemben Modigliani és Miller 1958-ban megjelent tanulmányában megfogalmazott és Modigliani és Miller I. tételeként ismertté vált állítás szerint, tökéletes piacot feltételezve „...bármely vállalat piaci értéke teljesen független annak forrásszerkezetétől, nagyságát a várható hozamának az ugyanabba az osztályba tartozó vállalatok p_k rátájával történő diszkontálása után kapjuk meg” Modigliani – Miller (1958), pp. 268, tehát a vállalat számára nincs optimális tőkeszerkezet. Az I. tétel alapján a vállalkozások értékét a mérleg eszköz oldala határozza meg, nem pedig a vállalkozás saját és idegen tőkéjének az aránya. Az eszközök értéke megmarad, tekintet nélkül arra, hogy milyen fedezetek vannak mögöttük.

Modigliani és Miller II. tétele a finanszírozási döntések tőkeköltségekre gyakorolt hatását vizsgálja, amely közvetlenül az első tételből következik, és kimondja, hogy kockázatmentes hitelek feltételezve, a tőkeáttétel arányának növelésével mindaddig növekszik a saját tőke várható hozama (r_E), amíg a hitel kockázatmentes. Az adósság kockázatának növekedésével viszont nő a hitelezők hozamelvárása (r_D) is, így a saját tőke várható hozamának növekedési ütemének csökkenése várható. (Brealey-Myers, 2011) Ha a tőkeáttétel növeli az adósság kockázatát, a hitelezők magasabb hozamot várnak el a hitel után.

Amennyiben a vállalkozás által realizált jövedelem nem haladja meg az idegen tőke után fizetendő kamatot, abban az esetben annál nagyobb lesz a tulajdonosok által elszenvedett veszteség, minél nagyobb a vállalkozás tőkeszerkezetén belül az adósság aránya. A kamatokat a vállalkozásnak mindenképpen ki kell fizetnie, ezért ilyen helyzetben az adóssághányadra jutó veszteséget is a tulajdonosoknak kell teljesíteniük. A részben hitellel történő finanszírozás megnöveli a saját tőke kockázatát és annak hozamát is. (Brealey-Myers, 1993)

A hitelkamat, mint adópajzs

Olyan vállalkozások, amelyek részben idegen tőkét is bevonnak a finanszírozásba kamat és osztalék formájában összességében több hozamot tudnak fizetni a tőkét nyújtók számára, mint azok a vállalkozások, amelyek csak saját tőkével finanszírozzák tevékenységüket. Ennek oka, hogy a hitel után felszámított kamat csökkenti az adózás előtti eredményt, míg az osztalékfizetést kizárólag az adózott eredmény terhére lehet elszámolni. Ebből adódóan amennyiben egy vállalkozás idegen tőkét is felhasznál a finanszírozásában, az idegen tőke után fizetendő kamatköltségekkel csökkenteni tudja adózás előtti eredményét, ezen keresztül társasági adó alapját, s ebből adódóan a fizetendő társasági adó összegét is.

A vállalkozás által megtakarítható adó összege természetesen függ a társasági adó mindenkori mértékétől, a hitelek kamatainak mértékétől, valamint a források közé bevont hitelek összegétől. Ezt a jelenséget, amely az idegen tőke bevonásának a társasági adó nagyságára gyakorolt hatását érzékelteti, adópajzs hatásként említi a szakirodalom. (Tétényi-Gyulai, 1994)

Modigliani és Miller módosított I. tétele alapján az adóssággal is finanszírozott vállalkozás piaci értéke az adósság és a finanszírozásból származó adómegetakarítás jelenértékével nagyobb, mint a csak saját tőkével működő vállalkozás piaci értéke. Az I. tétel módosítása

értelmében tehát érdemes eladósodniuk a vállalkozásoknak, tekintve, hogy az adómegtakarítások jelenértéke növeli a vállalat értékét, azonban nem szabad megfeledkezni az eladósodottság növelésével párhuzamosan növekvő vállalati csőd bekövetkezésének valószínűségéről.

Ezt követően a II. tételük számításában, a tőkeköltségek vizsgálata esetében is bevezették az adófizetési kötelezettséget, mint új elemet, így Modigliani és Miller módosított II. tétele kimondja, hogy a tőkeáttételes vállalkozás részvényeitől elvárt hozam megegyezik a tisztán saját tőkével finanszírozó vállalkozás részvényeitől elvárt hozam és egy prémium összegével. Ez a prémium összege pedig a következő tényezőktől függ:

- a társasági adó mértékétől,
- a hitelkamatok nagyságától és
- az adósság – saját tőke arányától.

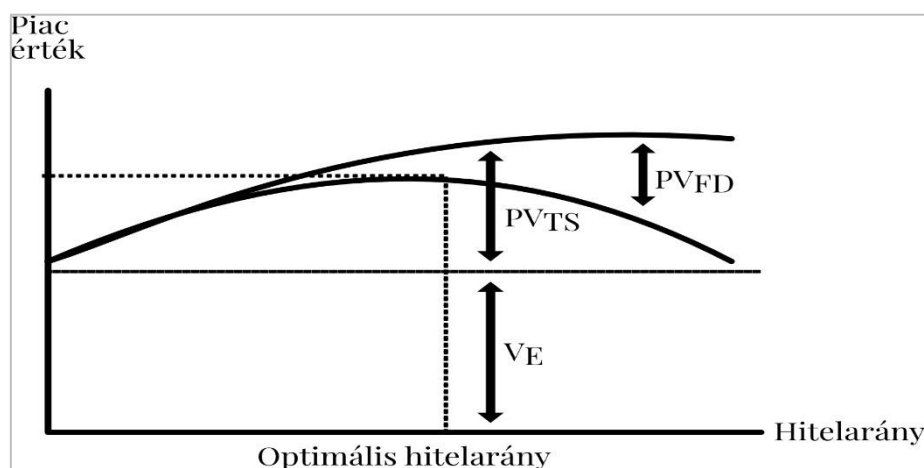
A társasági adón kívül egyéb adónemek (pl.: a személyi jövedelemadó) is hatással van az eredeti Modigliani és Miller tételekre és ezeken keresztül a finanszírozási döntésekre. A hitelezők és a tulajdonosok bevételeire a személyi jövedelemadó a kamat, az osztalék és az árfolyamnyereség adóztatásán keresztül gyakorol hatást. Modigliani és Miller a tételeik megfogalmazása során csak a nyereségadó hatásával számoltak. (Mackie, 1990)

Összefoglalva tehát az adómegtakarítás jelenértéke eleinte a hitelfelvétellel arányosan nő. Mérsékeltnek tekinthető adósság aránynál a pénzügyi nehézségek és a csőd bekövetkezésének csekély az esélye, így a pénzügyi nehézségekkel kapcsolatos költségek jelenértéke kicsi, az adóelőny dominál. Egy bizonyos ponttól az adósság emelkedésével együtt gyorsan nő a pénzügyi nehézségek és a csőd valószínűsége, következésképpen ezek költségei egyre jobban csökkentik a vállalkozás piaci értékét. Az adósság - saját tőke arány akkor éri el az elméleti optimumot, amikor a többlet hitelfelvételből származó adómegtakarítás jelenértéke éppen egyenlő a pénzügyi nehézségek költségei jelenértékének növekményével. A pénzügyi nehézségek bekövetkezésének valószínűsége – és ezzel együtt a várható költsége – annál nagyobb, minél nagyobb a vállalkozás üzleti kockázata.

A választásos elmélet (Trade-off Theory)

Az elmélet azon a feltételezésen alapul, hogy a hitelek után fizetendő kamatok csökkentik a társasági adó alapját, így alacsonyabb lesz a fizetendő adó is. A választásos elmélet

értelmében, ha tőkeáttétel nélkül működik egy vállalkozás, akkor igaz, hogy nem kell számolnia az eladósodás kockázatával, illetve annak költségeivel, de ilyen módon a társasági adójának alapját sem tudja csökkenteni. (De Angelo és Masulis, 1980) Ahogy elkezd növelni tőkeáttételét, úgy növekedni fog a hitelezők és a tulajdonosok együttes jövedelme, azonban a pénzügyi nehézségek és a növekvő csődvalószínűség gátat szabnak ennek az eladósodási folyamatnak, így csak egy bizonyos pontig éri meg növelni tőkeáttételüket a vállalkozásoknak. Addig a pontig, amíg a pótlólagos hitelfelvételből származó előnyök és az ezzel járó csőd költségek kiegyenlítik egymást. (6. ábra). Ebben a megközelítésben az adó megtakarítás összege a társasági adó mértékétől, a hitelkamatok mértékétől és a felvett hitelek összegétől függ. Mindebből levonható az a következtetés is, hogy a társasági adó és a hitelkamatok mértékének csökkenésével csökken az adó megtakarítás összege, így az adópajzs hatás jelentősége is.



6. ábra: Az optimális hitelarány a választásos elmélet szerint
(Forrás: Brealey-Myers, 2011)

Az ügynök elmélet (Agency Theory)

A megbízó – ügynök viszony akkor alakul ki emberek vagy csoportok között, amikor a megbízók saját tulajdonjoguk, vagy egyéb érdekeik képviselésének jogát delegálják egy ügynökre, vagy ügynökként viselkedő embercsoportra. (Williamson, 1988)

Az ügynök elméletek információs problémája azon alapszik, hogy a gazdasági szereplők közül senki sem rendelkezik többletinformációval, de nagy a valószínűsége annak, hogy a jövőben egyikük plusz információhoz fog jutni. Őt nevezi az elmélet ügynöknek, míg a másik gazdasági alany, aki szerződés keretében azt szeretné biztosítani, hogy az ügynök az ő érdekében járjon el, kapja a megbízó titulust. Álláspontjuk szerint a pénzügyi vezetők

(ügynökök) személyes céljai és a vállalkozás, illetve a tulajdonosok céljai eltérőek. Míg az utóbbiak a profit maximalizálásában, addig a menedzserek a vállalat irányításából származó hasznosságuk maximalizálásában érdekeltek és ez szükségszerűen ügynökköltségeket generál. Kockázatot jelent a megbízó számára, hogy az ügynök – mivel más érdekeit szolgálja – hajlamos túlzott kockázat vállalásra, amelyből érdekellenét alakulhat ki, hitelezők és tulajdonosok, másrészt vállalatvezetők és tulajdonosok között. (Jensen-Meckling, 1976)

Szórádiné (2005) megállapításai szerint a hitelezők és a tulajdonosok közötti érdekellentétek a beruházási, valamint a finanszírozási döntések során is megjelennek. Beruházási kérdéseknél a kockázatvállalási szintek eltérései okozzák az érdekellentétet. A menedzsment a csőd esélyének csökkentése miatt a kevésbé kockázatos beruházás megvalósításában érdekelt, a tulajdonosok pedig a nagyobb haszon elérése miatt a kockázatosabb projekteket kedvelik. Ez alapján pozitív és negatív kapcsolat is kialakulhat a tulajdonosi- és a tőkeszerkezet között, amelyet Tripathi (2019) a 4. táblázat szerint foglalt össze.

4. táblázat: Az ügynökelmélet alkalmazhatósága

A tulajdonosok és a vezetés elkülönülésével kialakul a megbízó-ügynök viszony	
<i>Pozitív kapcsolat</i>	<i>Negatív kapcsolat</i>
A vállalat tulajdonosai hitelfelvétel mellett döntenek.	A biztos pozícióban lévő menedzserek személyes céljaikat szolgáló döntéseket hoznak.
A hitelvétel visszatartja a menedzsereket attól, hogy a szabad cash flow-t veszteséges projektekre fordítsák.	Alacsonyabb hitelarány mellett döntenek a pénzügyi kockázatok elkerülése érdekében, mint például a felszámolási eljárás költsége.
A vállalat tulajdonosai tartózkodnak a személyes juttatásoktól.	A vállalatvezetők figyelmen kívül hagyják a hitelek ellenőrző szerepét a szabad cash flow felhasználása miatt.
A külső ellenőrzés enyhe nyomást gyakorolt a vállalatvezetőkre, hogy jó döntéseket hozzanak, mivel a hitelfelvétellel pénzügyi kötelezettségeket vállalnak, így ez arra ösztönzi a menedzsereket, hogy kizárólag nyereséges projekteket valósítsanak meg.	Az alacsonyabb hitelfelvétel lehetővé teszi, hogy olyan juttatásokat és extra jövedelmet élvezzenek, melyekre kevesebbet fordíthatnának, ha a tőkeszerkezetben jelen lenne a hitel.
Ez a struktúra arra kényszeríti a vállalatvezetőket, hogy növeljék a vállalat jövedelmezőségét, csakúgy, mint a részvényesek vagyont.	

(Forrás: Tripathi, 2019)

Finanszírozási döntések esetében a vállalat vezetésének célja továbbra is a csőd elkerülése, a likviditás fenntartása, ebből következik, hogy az alacsonyabb hitelállomány jelenti számukra az optimális megoldást, ezzel szemben a tulajdonos a magasabb hitelállományon keresztül az „adópjász” kihasználásában érdekelt. Osztalékfizetés tekintetében a különbség

abból fakad, hogy amíg a részvényes érdeke a kifizetett osztalék mértékének, illetve a részvények értékének növelése, addig a menedzsment a visszaforgatott nyereség növelésére törekszik. A menedzser és a tulajdonos közötti konfliktushelyzetre megoldást jelenthet a menedzser tulajdoni részesedésének növelése, valamint a hitelfelvétel, amely ebben a kontextusban a nehezen kontrollálható vezetők megfigyelmezésére szolgál (Jensen, 1986).

Hierarchia elmélet (Pecking Order Theory)

Az aszimmetrikus információkból és a tranzakciós költségekből kiinduló hierarchia elmélet (Pecking Order Theory) egyrészt abból a feltevésből indul ki, hogy a vállalat vezetése többet információkkal rendelkezik a vállalat értékét tekintve, mint a külső befektetők. A fentiekből következik, hogy a vállalatvezetés leginkább olyan forrást keres, amelynek értéke a legkevesébé függ az információs különbség mértékétől vagy amelynek értéke a keveset változik a nyilvánosságra kerülő a belső információk hatására. Ilyen forrás elsődlegesen a belső forrás lehet, ezt követi a vállalati adósság, végül a vállalatértékkel közvetlenül összefüggésben levő részvény. A hierarchia elmélet gondolköre először Donaldson (1961) írásában fogalmazódott meg, aki nagyvállalati minta vizsgálata alapján állapította meg, hogy a menedzsment elsőként belső forrásokat használ beruházásai finanszírozására, s csak utolsóként fordul a részvénykibocsátás felé. (Szemán, 2008)

A hierarchia elmélet nem határoz meg optimális idegen tőke/saját tőke arányt, csupán igénybevételek sorrendjét determinálja, szem előtt tartva a finanszírozás költségeinek és kockázatának minimalizálását. (Korzh, 2015) A saját tőkének két fajtáját különbözteti meg, a külsőt és a belsőt. A külső saját tőkebevonás (részvénykibocsátás) a hierarchia legvégén áll, a belső saját forrásbevonás (visszatartott profit) a hierarchia csúcsán szerepel. A vállalkozás rangsorolja a forrásait a beszerzés tranzakciós költségei szerint és csak akkor nyúl a rangsorban következő forráshoz, ha a rangsorban felette álló finanszírozási forrásait már kimerítette. (Brealey-Myers, 1992) Az elmélet kritikájaként jelenik meg, hogy egyes álláspontok szerint ez az elmélet inkább hitelelméleti-, mintsem tőkestruktúra- modell, ennek ellenére mégis ez az elmélet örvend a legszélesebb körű elfogadásnak (Szemán, 2016), amely a külső forráshoz jutás nehézségeihez, korlátaihoz köthető. (Brealey-Myers, 2011)

2.1.6. A vállalkozások tervezési rendszereinek elemei

A pénzügyi stratégiai feladatok közé tartozik a vállalat egészének és egyes részeinek, illetve a vállalat eszközeire és forrásaira vonatkozó döntések értékeléséhez alkalmazandó elvek és módszerek meghatározása. A pénzügyi stratégiához tartozik továbbá a befektetési stratégia, a tőkeköltség meghatározása, illetve a finanszírozási stratégia, amely a vállalati tevékenység finanszírozására felhasználható források meghatározása. (Volkart-Wagner, 2014)

Pénzügyi tervezés

A pénzügyi tervezés összetett művelet, mivel a tulajdonosoknak valamennyi gazdasági jellegű döntésük hatásait mérlegelniük kell abból a célból, hogy a források biztosításával és azok hatékony elosztásával a vállalkozás pénzügyi helyzetét kedvező irányba befolyásolják. (Túróczy, 2014) A pénzügyi tervezés a múlt adataiból indul ki és az előre nem látható kockázatok figyelembevételével egy jövőben várható becslésen alapul. A pénzügyi tervezés lényege a fizetési problémák időben történő prognosztizálhatósága érdekében végzett folyamatos felülvizsgálat, valamint a terv-tény összehasonlító elemzés, amely rövid, közép és hosszú távra is készülhet. (Volkart-Wagner, 2014) A pénzügyi tervezésnek a célja a vállalkozás rendelkezésére álló forrás pénzügyi szempontú hatékony működtetése, valamint a likviditási arányok és a jövedelmezőség megfelelő biztosítása. A pénzügyi tervek típusai közül elsőként a hosszú távú tervet kell elkészíteni, majd ezekhez kapcsolódnak a középtávú és rövidtávú tervek. (Kovács, 2011) A jól megválasztott befektetési- és működési stratégiának elválaszthatatlan része a finanszírozási stratégia kialakítása is. Pénzügyi tervezés során meg kell határozni a vállalkozás beruházásaihoz, valamint a folyamatos működéséhez szükséges forrásokat, továbbá azt, hogy az eszközök idegen vagy saját tőkéből kerülnek-e finanszírozásra. A pénzügyi tervezés tehát egy egyensúlyi állapot megteremtésére irányuló folyamat, mely a vállalkozás rövid-, közép- és hosszútávon realizálható fizetőképességét hivatott biztosítani a pénzgazdálkodási tevékenység útján. A hosszú távú tervezés többnyire a nagy vállalatok számára szükséges, míg az egy évnél rövidebb időszakot átfogó tervezés jelenti a rövid távú operatív tervezést, amely elsősorban a vállalkozások mindennapi üzemszerű működését, a folyamatos likviditás fenntartását hivatott ellátni. (Gräfer et al., 2014)

A mikro-, kis- és középvállalkozások esetén a pénzügyi tervezésben nincs egységes eljárás, egyesek külső szolgáltatót alkalmaznak, mások pedig szakértői csoportot hoznak létre. Az 1-9 fős létszámú mikrovállalkozások esetén jellemző, hogy a pénzügyi terv íratlan

formában, a vállalkozó fejében készül el, esetleg a vállalkozás könyvelője a cégvezetővel közösen végzi el a tervezési feladatokat. Ezzel szemben a 10-49 fős kisvállalkozások tekintetében a jelentős értékű befektetett és forgóeszközök és a külső források megjelenésével párhuzamosan nagyobb hangsúlyt kap a pénzügyi tervezés. Mivel a pénzügyi tervezés egyik központi kérdése a tőkeszükséglet tervezése, a likviditás és a jövedelmezőség állandóan versenyben áll egymással. Ha túl likvidek akarunk lenni, akkor nincsenek kihasználva a pénzeszközök, de ha nincsenek tartalékok, akkor a likviditás kerül veszélybe.

Finanszírozás tervezés

A finanszírozás tervezése során induló vállalkozások esetén a kezdő tőke biztosításának és a rövid távú felhasználásának előrejelzése a feladat, azonban a már működő vállalkozások esetén az üzemszerű működéshez és a beruházások megvalósításához szükséges pénzügyi források biztosításán van a hangsúly. Az eszközök és források lejáratának figyelembevételével szolid, konzervatív és agresszív finanszírozási stratégiákat különböztetünk meg. (Bélyácz, 2007) Szolid finanszírozás esetén a tartós eszközöket tartós forrásból, az átmeneti eszközöket átmenetileg rendelkezésre álló forrásokból finanszírozzuk. (Hermann, 2010)

Befektetett eszközök	Saját tőke	Befektetett eszközök	Saját tőke	Befektetett eszközök	Saját tőke
Tartósan lekötött forgóeszköz	Hosszú lejáratú kötelezettségek	Tartósan lekötött forgóeszköz	Hosszú lejáratú kötelezettségek	Tartósan lekötött forgóeszköz	Hosszú lejáratú kötelezettségek
Átmeneti forgóeszköz	Rövid lejáratú kötelezettségek	Átmeneti forgóeszköz	Rövid lejáratú kötelezettségek	Átmeneti forgóeszköz	Rövid lejáratú kötelezettségek
Szolid finanszírozási stratégia		Konzervatív finanszírozási stratégia		Agresszív finanszírozási stratégia	

7. ábra: Finanszírozási stratégiák

(Forrás: Kállay-Koloszár, 2015)

Az alacsony kockázattal járó, biztonságos működést biztosító konzervatív finanszírozási stratégia, amely szerint átmeneti eszközök finanszírozása során tartós forrásokat is igénybe vesznek a vállalkozások (amikor a nettó forgótőke pozitív előjelű). Ez a megoldás a tartós

források magas tőkeköltsége miatt amellet, hogy a legdrágább stratégia, a vállalat értékének maximalizálást sem tudja biztosítani. Agresszív finanszírozási stratégia esetén a tartós eszközök finanszírozása rövid lejáratú forrásokból valósul meg. Ez a stratégia olcsó, de kockázatos megoldás, csak stabil gazdálkodás és kedvező piaci helyzet mellett alkalmazható. A finanszírozás tervezése alapján, a vállalati stratégiával összefüggő hosszú távú tervek általában a befektetett eszközök tartós forrásaival kapcsolatos döntésekhez tartalmaznak előrejelzéseket, amelyek az osztalékpolitikára is kiterjednek. A rövid távú tervezés alapvető funkciója a vállalkozás fizetőképességének, likviditásának a biztosítása. A likviditás legtöbb meghatározása a pillanatnyi fizetőképességből, valamint a pénzzé tehetőség aspektusából indul ki amellet, hogy a szükséges pénzeszközök előteremtése a lehető legkisebb használdozati költséggel történjen. (Kovács, 2011)

Likviditás tervezés







A likviditás rövidtávú fizetőképességet jelent (általában 1 hónapos időtávra készül), egy vállalkozás azon képessége, hogy képes-e az esedékes fizetési kötelezettségeit egy bizonyos időpontban teljesíteni. A gazdasági szereplők olyan tulajdonsága, amikor a folyamatos fizetőképesség állapotában vannak, vagyis a vállalkozás folyamatosan képes fedezni felmerülő kiadásait. Más megközelítésben a likviditás jelentheti a vállalkozás tulajdonában lévő eszközök gyors pénzre válthatóságát is.

Egy likviditási terv a pénzügyi terv egyik legfontosabb része. Nem más, mint a pénzforgalommal járó bevételek és kiadások tételes szembeállítása egymással, vagyis a vállalat pénzforgalmi szemléletű költségvetése. Csak olyan tételeket tartalmaz, amelyek valós pénzmozgással járnak. A mikrovállalkozások szempontjából kiemelkedő szerepe lenne a likviditás tervezésnek, ugyanis likviditási probléma esetén nem férnek hozzá azonnal és korlátlanul idegen forrásokhoz. (Bozsik, 2017) A megfelelően elkészített likviditási terv nem csak a fizetéseképtelenséget képes megelőzni, hanem a felmerülő rövid lejáratú előzetes forrásigényt is előre képes jelezni. Egy hiteligeny kimunkálására már nem igazán alkalmas, a hiteligeny előrejelzésére az éves időtávú pénzforgalmi tervet szokták alkalmazni. A likviditási terv elkészítésénél a gazdálkodás körülményeire kell elsősorban tekintettel lennünk. A pénzkészlet optimalizálása során figyelemmel kell továbbá lenni arra is, hogy a forgóeszközök hozama általában kisebb a befektetett eszközök hozamánál, ezért a túl magas likviditási arány csökkenti az eszközök átlagos hozamát. Ezáltal a túl nagy pénzkészlet

tartásának nagy a feláldozott haszna a kieső kamatbevételek miatt, míg a túl alacsony pénzkészlet a fizetéseképtelenség veszélyével jár. (Orr, 1974)

2.2. HELYZETKÉP A KKV SEKTORRÓL ÉS A VIZSGÁLT ÁGAZATOKRÓL

A KKV törvény² tartalmazza azokat az értékhatárokat, létszámkorlátokat, egyéb szempontokat, amelyek alapján eldönthető, hogy egy adott vállalkozás KKV-nak minősül-e, illetve azon belül mikro-, kis- vagy a középvállalkozás méretkategóriába tartozik-e. A méret szerinti besoroláshoz a vállalkozásra vonatkozó három gazdasági mutató szükséges, amelyekre vonatkozóan a KKV törvény által meghatározott felső korlátot az alábbi ábrán szemléltetem.

KKV BESOROLÁS			
			
	Foglalkoztatott	Árbevétel	Mérlegfőösszeg
 Mikrovállalkozás	< 10 fő	≤ 2 millió euro	≤ 2 millió euro
	és	vagy	
 Kisvállalkozás	< 50 fő	≤ 10 millió euro	≤ 10 millió euro
	és	vagy	
 Közép vállalkozás	< 250 fő	≤ 50 millió euro	≤ 43 millió euro
	és	vagy	

8. ábra: KKV besorolás

(Forrás: Saját szerkesztés a 2004. évi XXXIV. törvény alapján)

2.2.1. A KKV szektor helyzete

A KKV szektor vállalkozásai minden országban, így Magyarországon is dominánsak a működő vállalkozások között. Mondhatni, hogy a KKV szektor jelenti az Európai Unió és Magyarország gazdaságának a gerincét. Attól függetlenül, hogy a KKV szektor mind termelékenységben, mind versenyképességben elmarad a nagyvállalatokétól, mégis ők adják a foglalkoztatottak java részét és a vállalkozások döntő hányadát. (Lazányi, 2014) A KKV

² A kis- és középvállalkozásokról, fejlődésük támogatásáról szóló 2004. évi XXXIV. törvény

szektor elkülönítése más vállalkozásoktól elsősorban azért szükségszerű, hogy a többnyire hátrányos tulajdonságokkal (pl. rossz tőkehelyzet, kedvezőtlen foglalkoztatási adatok, rossz érdekérvényesítő képesség, rossz hitelképesség stb.) rendelkező szektor állami, valamint európai uniós támogatásokhoz tudjon hozzájutni, ezáltal versenyhelyezete javulni tudjon. Ezenkívül nem csupán a finanszírozási lehetőségekhez történő hozzáférés okoz nehézséget a magyar KKV szektornak, de hasonló állapot mutatkozik az innováció elmaradása tekintetében is, ez összefügg a finanszírozási kérdésekkel is, hisz, ha egy vállalkozásnak nincs saját forrása, a fejlesztéshez kénytelen külső forrást igénybe venni, ami lehet támogatás vagy hitel. Azonban, ha nem megfelelő objektív paraméterekkel rendelkezik a leendő adós, a hitel nemigen jöhet szóba, mint finanszírozási megoldás. (Baranyi, 2018)

Európai szinten az összes új munkahely 85%-át a KKV szektor vállalásai biztosítják, amelynek következtében a gazdasági növekedés és a munkahelyteremtés a KKV szektor fejlődőképességétől is függ. (Holicza, 2016) Az EU27-tagállamok átlagát alapul véve 2020-ban a nem pénzügyi szektorban működő KKV szektor az összes vállalkozás 99,8 százalékát tette ki és a bruttó hozzáadott érték valamivel több mint feléhez járultak hozzá. Ezek az arányok nem, vagy alig változtak a 2000-es évek eleje óta. A mikrovállalkozások a legmagasabb arányban képviseltetik magukat az összes vállalati méretkategórián belül (93,3%), ugyanakkor hozzáadottérték-termelésük mindössze 18,7 százalék, a foglalkoztatásban betöltött szerepük azonban jelentős. Ágazati szerkezetüket tekintve nagy többségük, több, mint 80,0% a szolgáltató szektorban működik. (Hágen-Holló, 2017)

A magyarországi KKV szektor nagymértékben hozzájárul a hazai GDP termelésének közel 55%-ához, ami a gazdasági növekedésnek tehát az egyik legfontosabb húzóerejét is jelenti. (Hezam et al., 2017) A foglalkoztatásból nagyobb arányban részesednek, mint a nettó árbevételből vagy a jövedelemtermelésből. (Kovács et al., 2017) A hazai KKV szektor legnagyobb részét is a mikrovállalkozások adják és a termelékenységük a szektorban jelenlévő vállalkozásoknak jelentősen elmarad az elvárt szinttől. Versenyképességük problémáit elsősorban az alacsony tőkeellátottság és a gyenge technikai színvonalon működő jelentős számú piaci szereplő okozza. Ezt igazolja az is, hogy a mikrovállalkozások a vizsgált időszakban nagyságrendileg ugyanannyi főt alkalmaztak, mint a nem KKV szektorba tartozó szervezetek, ami azt mutatja, hogy elaprózódik a vállalati szektor. (Hegedűs, 2019)

Az 5. táblázatban szereplő adatokból kiderül, hogy a vizsgált időszakban a KKV szektor foglalkoztatottjainak több, mint 53%-a mikrovállalkozásoknál állt jogviszonyban,

mindamelllett, hogy ebben az időszakban évenként összesen nagyságrendileg kétmillió fő foglalkoztatása valósult meg.

5. táblázat: Foglalkoztatottak létszáma Magyarországon KKV kategória szerint, 2015-2021 között (fő)

	2015	2017	2019	2021
01.KKV				
01.mikrovállalkozás				
0 fős mikrovállalkozások	0	0	0	0
1 fős mikrovállalkozások	454 316	473 974	530 247	664 966
2–9 fős mikrovállalkozások	589 467	593 701	642 179	651 128
	1 043 783	1 067 675	1 172 426	1 316 094
02.nem mikrovállalkozás				
Kisvállalkozások	524 610	543 151	528 097	534 432
Középvállalkozások	388 394	368 798	368 701	357 195
	913 004	911 949	896 798	891 627
	1 956 787	1 979 624	2 069 224	2 207 721
02.Nem KKV				
02.nem mikrovállalkozás				
Nem KKV körbe tartozó szervezetek	960 275	1 067 805	1 108 612	1 053 036
	960 275	1 067 805	1 108 612	1 053 036

(Forrás: Saját szerkesztés a KSH 9.1.1.17. A vállalkozások teljesítménymutatói alapján)

Megfigyelhető továbbá, hogy a mikrovállalkozásokra vonatkozó részarány annak ellenére sem változott jelentősen, hogy a vállalkozások létszáma évről évre nőtt. A Kisvállalkozások foglalkoztatási részaránya több, mint 520 ezer fős létszámmal 24-27% közé tehető. A legkevesebb foglalkoztatott a Középvállalkozásoknál mutatkozik, ahol csökkenő foglalkoztatás mellett több, mint 350 ezer fő foglalkoztatása valósult meg, ami a teljes KKV szektor foglalkoztatásának 16-19%-a. A teljes foglalkoztatást vizsgálva megállapítható továbbá, hogy a KKV szektor foglalkoztatási részaránya átlagosan a 66%-ot meghaladja.

A 6. táblázatban szereplő adatokból látható, hogy a vizsgált időszakban a KKV szektor vállalkozásainak több, mint 94%-a mikrovállalkozás kategóriába tartozott. Ezt követik 4% körüli részaránnyal a kisvállalkozások, majd 1% körüli részaránnyal a közép vállalkozások. A mikrovállalkozások száma folyamatos növekedés mellett 631 ezer vállalkozásról 903 ezerre változott, ugyanakkor a Kisvállalkozások és Középvállalkozások számában nem volt jelentős változás ebben az időszakban.

6. táblázat: Hazai vállalkozások száma KKV kategória szerint, 2015-2021 között (db)

	2015	2017	2019	2021
01.KKV				
01.mikrovállalkozás				
0 fős mikrovállalkozások	6 439	36 791	32 725	41 865
1 fős mikrovállalkozások	454 316	473 974	530 247	664 966
2–9 fős mikrovállalkozások	171 015	170 039	192 962	196 560
	631 770	680 804	755 934	903 391
02.nem mikrovállalkozás				
Kisvállalkozások	32 157	33 663	32 914	34 214
Középvállalkozások	5 221	5 177	5 282	5 400
	37 378	38 840	38 196	39 614
	669 148	719 644	794 130	943 005
02.Nem KKV				
02.nem mikrovállalkozás				
Nem KKV körbe tartozó szervezetek	5 719	6 708	6 561	6 582
	5 719	6 708	6 561	6 582

(Forrás: Saját szerkesztés a KSH 9.1.1.17. A vállalkozások teljesítménymutatói alapján)

A 7. táblázat szerint, a KKV szektor nettó árbevételét vizsgálva megállapítható, hogy a legnagyobb árbevételű a Középvállalkozások képesek elérni 35%-os átlagos részarány mellett, melyet a Kisvállalkozások teljesítménye követ 34%-os átlagos részaránnyal, majd a rangsorban utolsók (a vállalkozások számát tekintve 94%-os részaránnyal) a Mikrovállalkozások 31%-os átlagos részaránnyal.

7. táblázat: Hazai vállalkozások nettó árbevétele KKV kategória szerint, 2015-2021 között (millió Ft)

	2015	2017	2019	2021
01.KKV				
01.mikrovállalkozás				
0 fős mikrovállalkozások	43 824	119 512	54 441	288 024
1 fős mikrovállalkozások	3 741 090	4 162 981	4 506 915	5 320 577
2–9 fős mikrovállalkozások	8 201 124	8 988 916	9 658 787	12 150 589
	11 986 038	13 271 409	14 220 144	17 759 190
02.nem mikrovállalkozás				
Kisvállalkozások	12 636 019	14 043 613	15 255 901	19 034 206
Középvállalkozások	13 760 345	13 951 235	16 647 358	19 519 936
	26 396 364	27 994 848	31 903 259	38 554 141
	38 382 402	41 266 257	46 123 403	56 313 331
02.Nem KKV				
02.nem mikrovállalkozás				
Nem KKV körbe tartozó szervezetek	51 398 190	57 190 322	67 228 338	86 107 534
	51 398 190	57 190 322	67 228 338	86 107 534

(Forrás: Saját szerkesztés a KSH 9.1.1.17. A vállalkozások teljesítménymutatói alapján)

A 8. táblázatból, az egy foglalkoztatottra jutó nettó árbevétel vizsgálatából egyértelműen kitűnik a nagyvállalatok előnye, ahol 2021-ben az egy főre jutó árbevétel 81,7 millió forint

volt, szemben a KKV szektor adataival, ahol a mikrovállalkozások ugyanebben az időszakban mindössze 26,6 millió forintot és a Kisvállalkozások 35,6 millió forintot tudtak elérni. A KKV szektor egy foglalkoztatottra jutó hozzáadott értéke is nagymértékben elmarad a nagyvállalatokétól és sokszorosán az európai uniós átlagtól.

8. táblázat: Egy foglalkoztatottra jutó árbevétel KKV kategória szerint, 2015-2021 között (ezer Ft/fő)

	2015	2017	2019	2021
01.KKV				
01.mikrovállalkozás				
0 fős mikrovállalkozások	0	0	0	0
1 fős mikrovállalkozások	8 235	8 783	8 500	8 001
2–9 fős mikrovállalkozások	13 913	15 140	15 041	18 661
	22 148	23 924	23 540	26 662
02.nem mikrovállalkozás				
Kisvállalkozások	24 087	25 856	28 888	35 616
Középvállalkozások	35 429	37 829	45 151	54 648
	59 516	63 685	74 040	90 264
	81 664	87 608	97 580	116 926
02.Nem KKV				
02.nem mikrovállalkozás				
Nem KKV körbe tartozó szervezetek	53 524	53 559	60 642	81 771
	53 524	53 559	60 642	81 771

(Forrás: Saját szerkesztés a KSH 9.1.1.17. A vállalkozások teljesítménymutatói alapján)

A KKV szektor nemzetgazdasági súlyát és szerepét összefoglalóan érzékelteti, hogy míg a mikrovállalkozások a foglalkoztatottak több, mint 53%-át alkalmazták, addig ugyanebben a méretkategóriában a hozzáadott érték részaránya átlagosan 36%-ra, a nettó árbevétel részaránya 31%-ra, a nemzetgazdasági beruházások részaránya mindössze 18%-ra tehető. A KSH által gyűjtött adatok alapján a KKV szektor foglalkoztatásban betöltött szerepe emelkedik ki leginkább.

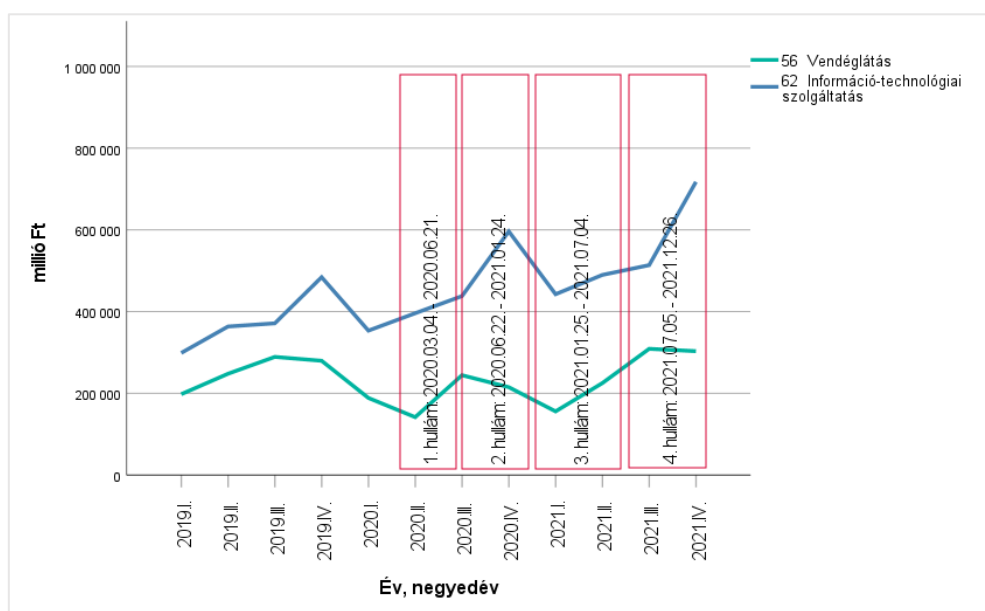
A kis- és középvállalkozásokra általánosságban is érvényes, hogy elsősorban nemzeti szinten működnek. Jelenleg kevés olyan KKV szektorba tartozó vállalkozás van, amely az Európai Unión belüli, határokon átnyúló üzleti tevékenységet folytatna (Gouardères, 2020), annak ellenére, hogy a nemzetköziesedés a KKV szektorba tartozó vállalkozások növekedésének is lényeges eleme lenne.

2.2.2. A koronavírus-világjárvány hatása a vizsgált ágazatok működésére

A koronavírus-világjárvány globális népegészségügyi gazdasági és társadalmi hatását tekintve a 21. század eddigi legnagyobb kihívása. Az emberi társadalom globális

összekapcsoltsága a 21. század elejére olyan mértékűvé vált, hogy a nemzetállamok elszigetelt gazdálkodása a hiperglobalizáció okán aligha lehetséges, hisz az ellátási láncok globális hálózata szinte minden országot elér, és az azok működésében fellépő zavarok a nemzetállamok gazdaságában is súlyos gondokat okoznak. (Khanna, 2017)

A járványok alakulásának legalapvetőbb leírója a járványgörbe, ami megadja a betegek számának időbeli alakulását. A járványgörbe az Nemzeti Népegészségügyi Központ (NNK) által jelentett napi megerősített COVID-19 esetszámok felhasználásával készült, a laboratóriumi megerősítés dátuma alapján. Az adott járványhullám első, valamint utolsó napjának a járványhullámot megelőző, illetve követő hullámvölgy mélypontjának azon napját tekintettük, amikor a legalacsonyabb napi esetszámokat regisztrálták. (2. melléklet)



9. ábra: A vizsgált ágazatok árbevételének alakulása 2019-2021 között

(Forrás: Saját szerkesztés a KSH 9.2.1.10. Szolgáltatások negyedéves értékesítési árbevétele alapján)

A világszerte elterjedő koronavírus jelentősen átformálta a legtöbb ország életét és jelentősen kihatott a gazdasági életre. A járvány és a megfékezésére bevezetett korlátozó intézkedések a piaci helyzet a működési környezet átalakítását vonta maga után. Magyarországon a koronavírus-világjárvány megjelenése után, 2020. március 11-én veszélyhelyzetet hirdettek ki, amelyet követően különleges jogrend és számos korlátozás lépett életbe, amely kapcsán a vállalkozások működésében az egyik legmeghatározóbb gazdasági tényezővé a bizonytalanság vált. Ezek az intézkedések mélyen érintették nemcsak a társadalmak tagjainak életét, de a gazdaságok és egészében a világgazdaság működését is. A vállalati szinten megjelenő kockázatok oka elsődlegesen nem maga a koronavírus-járvány

volt, hanem az arra adott társadalmi (felvásárlási hullám, internetes rendelések) és politikai döntéshozói reakciók (üzletbezárás, kijárási tilalom), illetve a betegség munkaerőpiaci hatásai. A járvány hatásai eltérően érintették az egyes gazdasági területeket. Az ágazatok nagyobb részét 2020 folyamán összességében kedvezőtlen folyamatok jellemezték, amelyek egy többéves növekedési periódust zártak le. A járvány miatti intézkedések következtében a nemzetgazdaságot egy hirtelen, sokkszerű visszaesés érte, néhány ágazatot pedig hibernáltak a korlátozások. Az egyik legnagyobb teljesítménycsökkenést a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás terület szenvedte el, ugyanakkor az információ, kommunikáció területén nőtt a hozzáadott érték volumene. (Németh et al., 2023a)

A járványellenes intézkedések szigorítása idején a gazdaságokban a lefelé irányuló kumulatív folyamatok uralkodnak, elapadnak az erőforrások, meginog a pénzügyi rendszer, leépül a tőke, eliminálódik a munkaerő, sérülnek a globális értékláncok. A járványhelyzet nagyon gyors keresleti szerkezetátalakulást is előidézett, egyes szolgáltatások – turizmus, vendéglátás, rendezvényszervezés – iránt egy időre lényegében megszűnt a kereslet. Lényegesen lelassult a belföldi és nemzetközi gazdasági vérkeringés. Ilyen helyzetben a vállalkozások el kívánják kerülni a pénzügyi nehézségeket, ami a beruházások visszafogását vetíti előre. (Posgay et al., 2020)

2.2.3. Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás ágazat

A koronavírus világjárvány gazdaságba gyűrűző hatását 2020-ban valamennyi ágazat megsínylette, közülük is a Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás volt az egyik legnagyobb vesztes. A világszerte embertömegeket megmozgató gazdasági ág a határok lezárásával a külföldi, az emberek mozgásának korlátozásával a belföldi piacait is elvesztette. 2020-ra a Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás nemzetgazdasági ág volumenindexe 44,4%-kal csökkent 514 milliárd forintos hozzáadott érték mellett. (9. táblázat)

9. táblázat: Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás nemzetgazdasági ág teljesítménye 2015-2021 között

Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás							
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Hozzáadott érték (mrd Ft)	483,0	501,3	599,9	698,2	791,5	514,0	748,6
Megoszlás (%)	1,6	1,6	1,8	1,9	2	1,3	1,6
Volumenindex (%)	4	1,3	11,3	7,5	4,7	-44,4	44,1

(Forrás: Saját szerkesztés a KSH 21.1.1.6. A bruttó hozzáadott érték és megoszlása adatai alapján)

Ez az ágazat a koronavírus világjárványt közvetlenül megelőző években a bruttó hozzáadott értékből 2%-os részesedést képviselt, amely 2020-ra 1,3%-ra esett vissza. A turizmus közvetlenül és közvetetten több gazdasági ág teljesítményére is kihat, 2018-ban a kapcsolódó ágazatokkal együtt gazdasági részesedése 10% feletti volt. A 2020-as adatok már egyértelműen mutatták a járvány okozta veszteségek hatásait. A Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás ágban megvalósult beruházások teljesítménye 2020-ban (folyó áron 117 milliárd forint) 16%-kal alatta maradt a 2019. évi volumennek, ugyanis a szálláshelyek többnyire fejlesztések helyett a túlélésre koncentráltak. 2020-ban a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás ágazatban 177 ezer főt foglalkoztattak, a teljes nemzetgazdaságban dolgozók 3,8%-át. (Németh et al., 2023b) A vészhelyzet miatt a tevékenységüket szüneteltető egységekben dolgozók száma is megcsappant, ahol a foglalkoztatotti létszám 16,5 ezer fővel kevesebb volt a 2019. évinél, de 15%-kal meghaladta a 2010. évi, gazdasági válság idején mértet. A turizmus, vendéglátás területén a teljes munkaidőben alkalmazásban állók havi bruttó átlagkeresete 2020-ban 251 ezer forint volt. Egy év alatt ugyan emelkedett, azonban a nemzetgazdasági átlag alatti (4,7%-os) növekedés az egy évvel korábbinál (11,7%) lényegesen szerényebb mértékű volt. A gazdaság egészét tekintve továbbra is itt az egyik legalacsonyabb az átlagkereset, a nemzetgazdasági átlag 62%-a, ami 2010-hez képest mindössze 1,6 százalékponttal javult. (KSH, 2021)

A koronavírus okozta járvány és az azzal összefüggő korlátozó intézkedések 2020 jelentős részében markáns visszaesést okoztak a vendéglátás szinte minden területén. A Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás ágazat a bruttó hozzáadott értéket vizsgálva 2015-2019 között, évről évre nőtt, 483 milliárd Ft-ról 792 milliárd Ft-ra változott. Ez a növekvő tendencia a koronavírus okozta járvány és az azzal összefüggő korlátozó intézkedések hatására megtorpant, ugyanis 514 milliárd Ft-ra visszaesett az ágazat bruttó hozzáadott értéke, amely több, mint -44%-os volumenindex változást jelentett 2020-ban az előző évhez képest, jóval meghaladva a nemzetgazdaság teljesítményének 5%-os visszaesését. 2021-ben a helyzet az egy évvel korábbi állapothoz képest azért volt kedvezőbb, mert az európai országok többségében és a világ más fejlett országaiban az átoltottság mértéke 40-60%-ra volt tehető. Ezáltal lazítottak a korlátozó intézkedéseken, amelynek hatására ismét növekedni tudott a Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás ágazat bruttó hozzáadott értéke, amely 749 milliárd Forinttal megközelítette a 2019-es évben mért adatokat.

2.2.4. Információ, kommunikáció ágazat

Napjainkban digitalizáció erőteljes terjedésével, kiemelt szerep jut az infokommunikációs ágazat részarányának növekedésének, továbbá ez az ágazat a nemzetgazdaságban betöltött szerepe és súlya miatt kiemelt jelentőségűnek is tekinthető. A vállalkozásoknak a lezárások idején számos új informatikai problémával kellett szembenéznük, és egyre inkább az automatizált technológiákra építve kellett a folyamataikat úgy átalakítaniuk, hogy azzal a távolról dolgozókat kiszolgálják (VPN, felhőalapú technológiák, videokonferencia, fájlmegosztás). A fizikai kapcsolattartás elkerülésének igénye növelte az elektronikus fizetési módok iránti keresletet, és egyre többen döntöttek az online vásárlások mellett. Ezek a tendenciák arra kényszerítették a vállalatokat, hogy beruházzanak a megfelelő technológiákba. Az ilyen megoldások bevezetése a fejlettebb és gyorsabb adatfeldolgozási technikák mellett jelentős összegű informatikai beruházásokat igényeltek, amelyek növelték a tárhely- és a szerverkapacitás iránti igényeket. Az informatikai fejlesztések különös kihívást jelentenek a korlátozott pénzügyi és szakmai erőforrásokkal rendelkező KKV szektor számára. (Lanz-Sussman, 2020) Számos esetben a szolgáltató vállalatok új informatikai infrastruktúra kialakítása mellett otthoni munkavégzést rendeltek el a munkavállalóknak, valamint az oktatásban is rövid időn belül megjelent az online oktatás intézménye a járvány további terjedésének megakadályozása érdekében, ahol különböző online felületek bevezetésével próbálták kezelni a váratlan helyzetet. Hazánkban az informatika a legdinamikusabban fejlődő iparág, fontos a társadalmi és gazdasági szerepe, a foglalkoztatást és a termelt hozzáadott értéket tekintve pedig világszerte vezető pozícióban van. Az információ, kommunikáció egyike a magyar gazdaság legkevésbé sérülékeny területeinek, teljesítménye az elmúlt évtizedekben folyamatosan, a gazdasági recessziók idején is emelkedett. A tendenciát a járvány sem törte meg, a hirtelen megváltozott társadalmi és gazdasági körülmények az infokommunikációs technológiák iránti igény növekedésével jártak.

10. táblázat: Információ, kommunikáció nemzetgazdasági ág teljesítménye 2015-2021 között

Információ, kommunikáció							
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Hozzáadott érték (mrd Ft)	1 429,9	1 494,0	1 634,9	1 792,8	1 985,7	2 120,2	2 517,3
Megoszlás (%)	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	5,2	5,4
Volumenindex (%)	1,2	4,9	11,3	10,5	10,4	6,5	19,9

(Forrás: Saját szerkesztés a KSH 21.1.1.6. A bruttó hozzáadott érték és megoszlása adatai alapján)

Az információtechnológiai eszközök és alkalmazások folytonos fejlődése tehát kölcsönhatásban áll gazdasági és társadalmi környezetünkkel, egyre szélesebb körű használatuk révén a mindennapjaink szerves részét képezik. A covid járvány alatt az infokommunikációs technológiák alkalmazása a korábbiakhoz képest is felértékelődött, a munka, az oktatás és a szélesebb értelemben vett kapcsolattartás terén is.

Az Információ, kommunikáció nemzetgazdasági ág a bruttó hozzáadott értékét vizsgálva 2015-2019 között, évről évre nőtt, 1 430 milliárd Ft-ról 1 986 milliárd Ft-ra változott. Ezzel a nemzetgazdasági ág azon néhány gazdasági terület közé tartozott, amely a járvány ellenére növelni tudta a hozzáadott érték volumenét. (Németh et al., 2023c) Ez a növekvő tendencia a koronavírus okozta járvány és az azzal összefüggő korlátozó intézkedések hatására sem változott, ugyanis 2020-ban 2 120 milliárd Ft-ra, 2021-ben 2 517 milliárd Ft-ra tovább nőtt az ágazat hozzáadott értéke. Volumenindexét tekintve 2021-ben az előző évhez képest 19,9%-os pozitív változást tudott elérni. Ennek következtében ez az ágazat 2021-ben 5,4%-kal részesedett a nemzetgazdaság egészére számított hozzáadott értékből. (10. táblázat)

Az információ és kommunikáció területén 2020-ban 148 ezer főt foglalkoztattak, 8,2%-kal többet, mint egy évvel korábban. A teljes munkaidőben alkalmazásban állók havonta átlagosan bruttó 677 ezer forintot kerestek, 68%-kal többet a nemzetgazdasági átlagnál, ezzel ez az egyik legjobban fizető gazdasági ág. A bruttó átlagkereset az országos átlagnál (9,7%) kevésbé, 8,5%-kal nőtt az előző évhez képest. A járvány kényszerű hatására egyes korábban hagyományos munkavégzési formák átalakultak, előtérbe kerültek a korábban kevésbé elterjedt atipikus foglalkoztatási formák. A munkahelyek jelentős részében megfigyelhető volt, hogy – ahol az informatikai háttér, a szükséges eszközök rendelkezésre álltak, illetve a tevékenység jellege megengedte – a munkavállalók biztonságos környezetben, távmunkában vagy otthoni munkavégzés keretében folytatták munkájukat, amely a munkavállalók személyes érintkezéseinek számának csökkentésével (a covid járvány visszaszorítása mellett) elősegítette a vállalkozások zavartalan tovább működését. 2020-ban azonban a távmunka vagy otthoni munkavégzés igénybevételében jelentős területi különbségek voltak felfedezhetőek, ugyanis az így dolgozók közel kétharmada Budapest és Pest régióban élt. A főváros kiugró értékében meghatározó szerepet játszik, hogy a szolgáltatószektor súlya Budapest gazdasági életében jóval magasabb, mint az országos átlag. Az egyes nemzetgazdasági ágak között jelentős különbségeket lehet felfedezni, ahol jellemzően a szolgáltatási területeken, ezen belül is leginkább az információ,

kommunikáció (39%), a tudományos és műszaki tevékenység (32%), a pénzügyi szolgáltatás (28%), valamint – részben a digitális oktatás miatt – az oktatás területén (20%) volt lehetőség a legnagyobb arányban az ilyen formában történő munkavégzésre.

Az információ, kommunikáció területén a beruházások 3,8%-kal nőttek, amiben szerepet játszott a telekommunikációs hálózatok modernizálása is. A szellemi tulajdont képező termékek (pl. számítástechnikai szoftverek és adatbázisok, kutatás-fejlesztés) egyre jelentősebb szerepet töltenek be napjaink fejlett nemzetgazdaságaiban, befolyásolva az adott ország nemzetközi versenyképességét is. Ezek a fejlesztések az utóbbi években jellemzően a digitalizáció terjedésével, fejlődésével vannak összefüggésben. 2020-ban az Európai Unió átlagában a bruttó állóeszköz-felhalmozás 22%-át érték el a szellemi tulajdont képező termékek beszerzésére fordított kiadások. (Németh et al., 2023d)

3. ANYAG ÉS MÓDSZER

Az empirikus kutatás elsősorban a pénzügyi beszámolókból kinyerhető mutatószámok elemzésére fókuszál, tekintettel az elérhető adatok spektrumára és azok számszerűsíthetőségére. Disszertációm elkészítésekor a szekunder, valamint primer kutatási technikákra és kvantitatív módszerek alkalmazására támaszkodom.

3.1. AZ ADATOK FORRÁSA, AZ ADATBÁZIS FELÉPÍTÉSE

A tőkeszerkezet, jövedelmezőség és likviditás közötti kapcsolat elemzése során a vizsgált szektor vállalkozásainál, a kettős könyvvitelt vezető vállalkozások mérleg és eredménykimutatás adataira támaszkodtam, figyelembe véve a vállalkozások statisztikai régiók szerinti elhelyezkedését, tevékenységi körét és méretkategóriáját.

A tőkeszerkezet elemzéshez szükséges magyar KKV szektor beszámoló adatait a Széchenyi István Gazdálkodás- és Szervezéstudományok Doktori Iskolán keresztül a Crefoport adatbázis biztosította. Az összefüggésvizsgálatok (leíró statisztikai elemzések, varianciaanalízis, korreláció analízis, faktor és klaszter elemzés) alapjául szolgáló kiinduló adatbázis 153902 sor egyedi adatot tartalmaz, amely 36145 vállalkozás 7 év beszámoló adatait teszi ki. A minta kizárólag az 56: Vendéglátás és a 62: Információ-technológiai szolgáltatás ágazatok vállalkozásaira került leszűkítésre. A vizsgált minta döntő hányadát olyan vállalkozások alkotják, melyek könyvvizsgálatra nem kötelezettek, így nem auditált adatok vizsgálata történik, de ettől függetlenül az adatbázisban szereplő vállalkozásokkal kapcsolatban elsősorban azt feltételeztem, hogy tevékenységüket döntő többségben a fő tevékenységük alapján végezték, a nemzeti jogszabályoknak megfelelően vezették a könyveiket és ezáltal a közzétett beszámolók megbízható és valós összképet biztosítanak. Az adatok összehasonlíthatósága érdekében a 2015-2021 között működő és a teljes időszak alatt a KKV szektorba tartozó vállalkozások közül került kiválasztásra. A lekérdezés során kizárásra kerültek a közösségi szektorba tartozó állami, önkormányzati vállalkozások, szociális szövetkezetek, valamint a konszolidált beszámolóval rendelkező vállalkozások. Az adathalmazból törlésre kerültek azok a beszámoló adatok, amelyek nulla forint mérlegfőösszeggel, negatív árbevétellel vagy egyéb bevétellel, negatív pénzeszköz állománnyal vagy negatív követelés-kötelezettség állománnyal kerültek az adatbázisba, valamint azok a vállalkozások, amelyek nem biztosították a közzétett beszámoló adataikban

a számviteli törvény kötelező előírásait. Az adatbázis szűkítések eredményeként csökkenteni tudtam az adathiány miatt fellépő torzító hatásokat, amellet, hogy a mutatók megléte a teljes időszorra feltételezi, hogy valóban aktív gazdasági tevékenységet folytató vállalatok kerültek a mintába.

A 3. melléklet tartalma szerint a korábbi szűkített adatokból csak 109118 tétel esetén van érvényes érték az adathalmazban, így a hiányzó értékek következtében további adatvesztés jelentkezett. Ezzel együtt kiderült az is, hogy a legtöbb mutató tartalmaz extrém kiugró értékeket is, amire a magas értékű terjedelem utal. Mivel a mutatók eloszlásával kapcsolatosan a normalitástól, homoszkedaszticitástól és a linearitástól való extrém eltérés csökkenti a mutatók közötti korrelációs együttható értékét, ezért a minta további torzítatlanságának biztosítása érdekében szükségesnek ítéltam az extrém outlierok további eltávolítását.

A statisztikai elemzésekben az optimális minta alsó határát az alsó kvartilis interkvartilis terjedelem másfélszeresével csökkentett, illetve a felső kvartilis interkvartilis terjedelem másfélszeresével növelt értékei jelölik ki. (Freedman et al., 2005) Ez a megoldás azonban további nagymértékű adatvesztést okozott volna, ezért én az outlier küszöbértékeket minden vizsgálatba bevont mutató esetén az alsó kvartilis interkvartilis terjedelem háromszorosával csökkentett, illetve a felső kvartilis interkvartilis terjedelem háromszorosával növelt értékeivel határoztam meg, amely további 56,85%-os adatvesztést okozott. Csonkolást követően az így megmaradt 62035 sor egyedi adat 8862 db vállalkozás vizsgált időszakban közzétett beszámoló adatait tartalmazza, amely leíró statisztikai adatait a 4. melléklet tartalmaz.

3.1.1. A vizsgált mutatószámok értékelése

Kutatásom alapvető célja, hogy a vizsgált minta alapján az alább ismertetett matematikai, statisztikai módszerek segítségével következtetéseket vonjak le, tendenciákat figyeljek meg az alapsokaságra vonatkozóan. A mérlegből és az eredménykimutatásból mutatószámok sokasága képezhető, ugyanakkor a mutatószámok jelentős részének nincs általánosan elfogadott elnevezése a szakirodalomban. Egy-egy tartalom többféle megnevezéssel is szerepelhet szakirodalomban, míg ugyanazon elnevezés mögött gyakran eltérő tartalmakat is találhatunk. Minden esetben figyelni kell arra, hogy a pénzügyi kimutatások adatai többnyire aggregált adatok, amelyek csak egy általános képet adnak a vállalat gazdálkodásáról, segítenek a problémák forrásának feltárásában, de nem adnak választ a

problémák okaira. A mutatószámokba információkat tömöríthetők, amelynek célja, hogy tényeket, összefüggéseket egy értékkel lehessen meghatározni. Túlzott tömörítés esetén azonban előfordulhat, hogy éppen a vizsgált jelenség lényeges elemei kerülnek ki a mintából.

3.1.2. Statikus pénzügyi mutatók

A számviteli beszámolók adatai alapján számított mutatószámok a vállalkozás gazdálkodásának különböző dimenzióit vizsgálják. Általában négy vizsgálati területet különböztetünk meg: a vagyoni helyzet, a pénzügyi helyzet, a jövedelmezőségi helyzet és a hatékonyság elemzését. A mutatószámok felépítését és értelmezését illetően a külföldi és a magyar szakirodalom is egységesnek mondható. (Bíró et al., 2012) A kiszámított mutatók segítségével a vállalkozás rendszeresen nyomon követheti a gazdálkodásában bekövetkező változásokat. A mutatószámok túlnyomó többsége valamilyen viszonyszám, azaz két adat hányadosaként kiszámított érték. Bár e mutatók tipikusan egy statikus állapotra vonatkoznak, komoly következtetéseket csak úgy nyerhetünk, ha ezeket nemcsak egy, hanem több egymást követő időpontra vonatkozóan számítjuk ki, és a változást számszerűsítjük. A hagyományos pénzügyi mutatószámok tehát a vagyoni, pénzügyi, jövedelmezőségi helyzetről informálnak. Képet kaphatunk többek között az eszközök és források szerkezetéről, az eszközhatékonyságról, az adósságállományról, a likviditásról, a különféle vetítési alapokhoz viszonyított jövedelmezőségről. Az eszközök összetételéből következtetni lehet a vállalkozás stabilitására, rugalmasságára vagy akár konkrét tevékenységére is. A tárgyi eszközök nagy aránya jellemzően magas fix költséget okozhat az értékcsökkenési leírás, a karbantartási költségek, finanszírozási kiadások miatt, ami alacsony kapacitáskihasználás mellett jelentős anyagi terhet és műszaki-gazdasági kockázatot róhatnak a vállalkozásra, nem utolsósorban a befektetett eszközök nagy aránya rugalmatlanná, merevvé teheti a gazdálkodást.

3.1.3. Vagyoni helyzet elemzése

A vagyoni helyzet elemzésekor a mérleg adatait vizsgáljuk. A mutatók többsége megoszlási viszonyszám, amely valamely eszköz- vagy forráscsoport mérlegfőösszeghez, vagy a felette lévő főcsoporthoz viszonyított arányát vizsgálja, de előfordulnak köztük a rész csoportokat egymáshoz mérő koordinációs viszonyszámok, valamint eszköz-forrás kapcsolatot vizsgáló

keresztirányú mutatók is. A vagyoni helyzet elemzéséhez leggyakrabban alkalmazott mutatókat a 11. táblázat foglalja össze.

11. táblázat: A vagyoni helyzet elemzésére szolgáló mutatók

Mutatószám	Számítási mód
Befektetett eszközök aránya	$\text{Befektetett eszköz} / \Sigma \text{Eszköz}$
Tárgyi eszközök aránya	$\text{Tárgyi eszköz} / \Sigma \text{Eszköz}$
Forgóeszközök aránya	$\text{Forgóeszköz} / \Sigma \text{Eszköz}$
Tőkeáttétel*	$\text{Idegen tőke} / \text{Saját tőke}$
Saját tőke aránya (tőkeerősség)*	$\text{Saját tőke} / \Sigma \text{Forrás}$
Kötelezettségek aránya*	$\Sigma \text{Kötelezettség} / \Sigma \text{Forrás}$
Hosszú lejáratú kötelezettségek aránya*	$\text{Hosszú lejáratú kötelezettség} / \Sigma \text{Forrás}$
Rövid lejáratú kötelezettségek aránya*	$\text{Rövid lejáratú kötelezettség} / \Sigma \text{Forrás}$
Saját tőke növekedési mutató	$\text{Saját tőke} / \text{Jegyzett tőke}$
Nettó forgótőke*	$\text{Forgóeszközök} - \text{Rövid lejáratú kötelezettség}$
Befektetett eszközök fedezete	$\text{Saját tőke} + \text{Hátrasorolt és Hosszú lejáratú kötelezettség} / \text{Befektetett eszköz} + \text{Tartósan leköötött forgóeszköz}$
Lejáratil illeszkedés*	$\text{Befektetett eszköz} + \text{Tartósan leköötött forgóeszköz} / \text{Saját tőke} + \text{Hátrasorolt és Hosszú lejáratú kötelezettség}$

(Forrás: Takács, 2015) *Elemzésben használt mutatók

A befektetett eszközök aránya mutató a vállalkozást tartósan (egy éven túl) szolgáló eszközök értékének arányát fejezi ki a teljes eszközértékhez viszonyítva. Komplementere a forgóeszközök aránya, amely értelemszerűen az egy évnél rövidebb ideig használt eszközök részarányát mutatja. E mutatók már alapvetően jelzik az eszközök élettartam szerinti szerkezetét, azonban érdemes tovább finomítani az elemzést az egyes részcsoportok megoszlásának kiszámításával. A befektetett eszközökön belül az immateriális javak magas aránya leggyakrabban nagy értékű vagyoni értékű jogokra (pl. márkanev), szellemi termékekre (pl. know-how) vagy erőteljes akvizíciós tevékenységből származó goodwillre vezethető vissza. A tárgyi eszközök aránya a termelési folyamatban leköötött eszközök (ingatlanok, gépek, járművek) volumenéről ad információt, míg a befektetett pénzügyi eszközök megoszlása a más vállalkozásokban szerzett részesedések, illetve egyéb tartós pénzügyi befektetések (értékpapírok, bankbetétek, adott kölcsönök) nagyságát fejezi ki az összes tartós eszköz értékéhez képest. A forgóeszközök között általában a készletek és a követelések képviselik a legnagyobb részarányt, a forgatási célú értékpapírok és a pénzeszközök aránya jellemzően alacsonyabb. (Takács, 2015)

A mérleg forrásoldalának vizsgálatával a tőkeszerkezetről kapunk képet. Az idegen tőke és a saját tőke aránya a pénzügyi kockázatra utal, ahol az eladósodottság hordozza magában a kockázatot, ugyanis a nagymértékben eladósodott társaságok esetében megnő a

pénzügyi kockázatok bekövetkezésének valószínűsége. A saját tőke aránya kritikusnak tekinthető, ha nem éri el a 30-35%-os arányt. A saját tőke és a kötelezettségek viszonya koordinációs viszonzyszámmal is mérhető, amely a kötelezettségeket a saját tőke arányában fejezi ki. A saját tőke aránya a tőke növekedésére vagy 1 alatti érték esetében a tőkevesztés mértékére mutat rá. (Musinszki, 2013) A saját tőke aránya és a kötelezettségek aránya egymással ellentétesen mozog. Minél intenzívebben vesz igénybe kölcsöntőkét a vállalat, annál inkább közelít a tőkeerősség a nullához, a kötelezettségek aránya pedig a 1-hez.

Az eladósodottsági mutató értéke 1, ha a saját tőke és a kölcsöntőke egyenlő arányban oszlik meg a tőkestruktúrán belül, míg az 1-nél nagyobb érték a kötelezettségek többletére, az 1 alatti érték pedig a saját tőke túlsúlyára utal. A kötelezettségeket is indokolt lejárat szerint megvizsgálni, hiszen a vállalkozás likviditására nagy hatást gyakorol az idegen tőke visszafizetésének határideje. (Takács, 2015) A lejárat-egyezőség elve szerint (maturity matching principle) hatékony tőkegazdálkodás mellett a hosszú, illetve rövid lejáratú kötelezettségek aránya összhangban van a befektetett eszközök és a forgóeszközök megoszlásával. A lejáratil illeszkedés rendkívül fontos tényező, mert a rövid lejáratú kötelezettségek túlzott növekedése esetén előállhat olyan helyzet a vállalkozás életében, amikor a vállalat a rövid távú tartozásait csak a termeléshez használt eszközeinek felélésével tudja kiegyenlíteni. (Takács, 2021)

A saját tőke növekedési mutató a vállalat belső növekedési potenciálját fejezi ki. A mutató értéke annál nagyobb, minél több tartalékot (pl.: eredménytartalék) halmozott fel a cég a jegyzett tőkéjén felül.

Az eszköz és tőkestruktúra megismerésén túl azt is megvizsgálhatjuk, hogy mennyiben illeszkedik a vagyon eredete annak megjelenési formáihoz. A befektetett eszközök fedezete mutató azt méri, hogy a vállalkozási tevékenységet szolgáló tartós eszközöket hányszor képes fedezni a vállalat saját tőkéje. A mutató egy módosított formája, amikor a tartósan rendelkezésre álló forrásokkal való fedezettséget mérjük. Ehhez a számításhoz a tartósan rendelkezésre álló forrásokat (saját tőke, hátrasorolt és hosszú lejáratú kötelezettségek) viszonyítjuk a tartósan rendelkezésre álló eszközökhöz (befektetett eszközök és a tartósan lekötött forgóeszköz). A lejáratil illeszkedés elemzése során összevethetjük a működést tartósan szolgáló eszközöket (befektetett eszközök) a tartósan rendelkezésre álló forrásokkal (saját tőke, hátrasorolt és hosszú lejáratú kötelezettségek), illetve a rövid időn belül pénzzé tehető eszközöket (forgóeszközök) a rövid időn belül esedékes kötelezettségekkel (rövid lejáratú kötelezettségek).

3.1.4. Pénzügyi helyzet elemzése

A pénzügyi helyzet vizsgálata két területre terjed ki, egyrészt meg kell vizsgálni a vállalkozás eladósodottságának mértékét, másrészt a likviditását (rövid távú fizetőképességét). A pénzügyi helyzet elemzéséhez leggyakrabban alkalmazott mutatókat a 12. táblázat foglalja össze.

12. táblázat: A pénzügyi helyzet elemzésére szolgáló mutatók

Mutatószám	Számítási mód
Adósságállomány	Hátrasorolt kötelezettségek + Hosszú lejáratú kötelezettségek
Adósságállomány aránya	Adósságállomány / (Saját tőke + Adósságállomány)
Adósságállomány fedezettsége	Saját tőke / Adósságállomány
Eladósodottság*	Σ Kötelezettség / Saját tőke
Nettó eladósodottság	Σ Kötelezettség - Σ Követelés / Saját tőke
Likviditási ráta*	Forgóeszközök / Rövid lejáratú kötelezettségek
Likviditási gyorsráta*	(Forgóeszközök-Készletek) / Rövid lejáratú kötelezettségek
Pénzhányad mutató*	Pénzeszköz / Rövid lejáratú kötelezettségek
Hitelfedezettségi mutató*	Követelések / Rövid lejáratú kötelezettségek
Kamatfedezeti mutató	(Adózás előtti eredmény + Fizetett kamatok) / Fizetett kamatok

(Forrás: Takács, 2015) *Elemzésben használt mutatók

A társaságok pénzügyi helyzete is különböző módszerekkel elemezhető, viszonyszámokkal, mutatókkal megvizsgálhatjuk az adósságállományt, a hosszú lejáratú fizetőképességet, a rövid lejáratú fizetőképességet, vagy a likviditást. Az adósságállomány mutató a magyar gyakorlatban az egy évnél hosszabb lejáratú kötelezettségeket jelenti, ami a mérleg fogalmait használva a hátrasorolt és a hosszú lejáratú kötelezettségek összegével egyenlő. Ez a számítási módszertan megegyezik az angolszász eredetű értékelési modellek értelmezésével, ahol az idegen tőke (Debt) meghatározásába mindig az egy évnél hosszabb lejáratú kötelezettségek tartoznak, a rövid lejáratú kötelezettségek pedig forgótőkét csökkentő tételként kerülnek kimutatásra. Az adósságállomány aránya, valamint az adósságállomány fedezettsége mutatók a tőkestruktúrán belül a saját tőke és idegen tőke részarányát, illetve ezek egymáshoz való viszonyát mutatja meg.

Az adósságállomány mellett a pénzügyi helyzet vizsgálatához tartozik a likviditás elemzése. A likviditási mutatók tipikusan intenzitási viszonyszámok, melyek segítségével azt vizsgáljuk, hogy a vállalkozás forgóeszközei, illetve ezek részcsoportjai hány százalékos fedezetet nyújtanak a rövid távú fizetési kötelezettségekre. A likviditási mutatók azt jelzik, hogy a vállalat mennyire képes rövid lejáratú fizetési kötelezettségeinek eleget tenni. A vállalkozások életében (különös tekintettel a KKV szektor sajátosságaira) a likviditás fenntartása elengedhetetlen a fennmaradáshoz. Amennyiben a vállalkozás nem képes

teljesíteni a szállítóival, a hitelezőivel, a dolgozóival és az állammal szembeni kötelezettségeit, akkor a fennmaradása veszélybe kerül. A legtágabb és leggyakrabban használt likviditási mutató a likviditási ráta (a forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek hányadosa), amely a forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek arányát fejezi ki. Hatékony forgótőke gazdálkodás mellett a forgóeszközöknek fedezetet kell nyújtaniuk a rövid lejáratú kötelezettségekre, ezért elvárható, hogy a mutató értéke 1-nél magasabb legyen. A forgóeszközök között ugyanakkor eltérő likviditású tételek szerepelnek, melyek alaposabb vizsgálatával szűkített likviditási mutatók is képezhetőek. A vállalkozások fizetőképességét azonban nagyban befolyásolják a társaság fizetési kötelezettségei, valamint a cég eszközeinek pénzzé tehetősége. Figyelemmel kell lenni továbbá arra, hogy a mérlegből számított likviditási mutatók statikusak, adott időpontra vonatkoznak. Mivel az időbeli elhatárolások tartalmazhatnak követelés és kötelezettség jellegű tételeket, ezért elemzés során célszerű lehet a forgóeszközöket az aktív időbeli elhatárolásokkal, a rövid lejáratú kötelezettséget pedig a passzív időbeli elhatárolásokkal korrigálni. A likviditási gyorsráta a készletek nélkül veszi figyelembe a forgóeszközöket, ugyanis egyrészt az anyagkészletek célja nem az értékesítés, hanem a termelési folyamatban történő felhasználás, amelyeknek a pénzzé történő változtatása időt igényel, másrészt az áruk és késztermékek értékesíthetősége egyfajta bizonytalan piaci kereslettől függ, amely alapján ezeket a készletfajtákat sem tekinthetjük likvid forgóeszköznek. A készletek nélkül számított likviditási gyorsráta tehát csak a követeléseket, a forgatási célú értékpapírokat és a pénzeszközöket tekinti a tartozások fedezetének. A következő likviditási mutató a pénzhányad mutató, ahol a követeléseket és az értékpapírokat sem tekintjük fedezetnek. Ennek oka, hogy a követelések pénzügyi realizálása határidőhöz kötött, ahol a bevételek pénzformában történő realizálása nem a vállalkozás döntésétől, hanem a vevők fizetési hajlandóságától függ, valamint sok esetben az értékpapírok sem tehetők azonnal pénzzé. A pénzhányad mutatója úgy értelmezhető, mint a rövid lejáratú kötelezettségek teljesítésére azonnal felhasználható, teljesen likvid eszközök (készpénz, bankszámla) aránya. (Takács, 2015)

A likviditással kapcsolatban érdemes még az elemzésbe bevonnai a hitelfedezettségi mutatót, amely a követelések és a rövid lejáratú kötelezettségek egymáshoz viszonyított arányát fejezi ki. A hitelfedezettségi mutató arról ad információt, hogy az egy éven belül várhatóan befolyó pénzüsszegek milyen mértékben nyújtanak fedezetet az egy éven belül esedékes fizetési kötelezettségekre.

A likviditási mutatók közé szokás sorolni a kamatfedezeti mutatót, amely megmutatja, hogy az adózás és kamatfizetés előtti eredmény hányszor képes fedezni az adósságállomány kamatterheit.

3.1.5. Jövedelmezőség elemzése

A jövedelmezőségi mutatók a vállalkozás által adott üzleti évben megtermelt eredménynek valamilyen alapul szolgáló kategória egységére jutó értékét mutatják. A viszonyítás alapja lehet az árbevétel, az eszközök összértéke, a saját tőke értéke stb. A pénzügyi helyzet elemzéséhez leggyakrabban alkalmazott mutatókat az 13. táblázat foglalja össze.

13. táblázat: A jövedelmezőség elemzésére szolgáló mutatók

Mutatószám	Számítási mód
ROE - Saját tőke arányos jövedelmezőség	Adózás előtti eredmény / Saját tőke
ROA - Eszköz arányos jövedelmezőség*	Adózás előtti eredmény / Σ Eszköz
ROS - Árbevétel arányos jövedelmezőség	Adózás előtti eredmény / Értékesítés nettó árbevétele
Össztőke jövedelmezőség*	Adózás előtti eredmény + Fizetett kamatok / Σ forrás
Működési profithányad	Üzemi tevékenység eredménye / Értékesítés nettó árbevétele

(Forrás: Takács, 2015) *Elemzésben használt mutatók

A mérleg forrásoldalának egyik legmeghatározóbb főcsoportja a jövedelmezőség és hatékonyság vizsgálata során a kötelezettségek állománya. A jövedelmezőség elemzésekor vizsgálhatjuk a bevételek, hozamok, költségek, ráfordítások és az eredmény összetételét, vagy az egyes eredménykategóriák változását, a különféle vetítési alapokon értelmezett jövedelmezőség alakulását. A bevételek, hozamok, költségek, ráfordítások és az egyes eredménykategóriák változását időbeli összehasonlító (dinamikus) viszonyszámokkal is vizsgálhatjuk. Ilyen esetben amennyiben rendelkezésre áll az adat, érdemes havi vagy negyedéves adatokat figyelembe venni a bázis és tárgyidőszak elemzése során.

A tőkearányos jövedelmezőségi mutatók meghatározásakor az eredményt viszonyítjuk a tőkéhez, jellemzően a saját tőkéhez vagy a jegyzett tőkéhez. A nemzetközi gyakorlatban elterjedt tőkearányos jövedelmezőség mutató a Return on Equity – ROE (Saját tőke arányos jövedelmezőség). Ebben az elnevezésben és tartalmában is igaz, hogy egyes szakirodalmakban mutatót az üzemi (üzleti) tevékenység eredménye eredménykategóriával, míg más elemzésekben az adózott eredmény, vagy adózás előtti eredménykategóriával számítják.

Az eszközarányos jövedelmezőségi mutatók esetében valamilyen eredménykategóriát viszonyítunk az eszközök meghatározott csoportjához, vagy a mérlegfőösszeghez. Ez a mutató azt jelzi, hogy a vállalat mennyire használja eredményesen a rendelkezésére álló eszközeit. Megmutatja, hogy a vállalat teljes eszközállománya átlagosan milyen hozamot biztosított. A mutató a tulajdonosok és a hitelezők mellett a menedzsment számára is fontos lehet. Valamennyi fél számára ugyanis az a megnyugtató, ha a ROA magasabb, mint a felvett hitelek átlagos kamatlába. (Bozsik, 2010)

Az árbevétel-arányos eredmény mutatói azt vizsgálják, hogy az értékesítés nettó árbevételének hány százaléka realizálódott profit formájában. Az árbevétel-arányos üzemi eredmény esetében csak az alaptevékenységből elért eredménnyel számolunk, az árbevétel-arányos adózás előtti eredménynél viszont már figyelembe vesszük az összes eredményre ható tételt, köztük a pénzügyi tevékenység eredményét is. Ha a két mutató között jelentős eltérés tapasztalható, akkor a vizsgált vállalat aktív pénzügyi tevékenységére következtethetünk (amely jelentkezhethet például nagy összegű osztalékjövedelem, árfolyamnyereségek, árfolyamveszteségek, kapott, illetve fizetett kamatok formájában).

Az elemzés minden háttérszámítása esetén figyelembe vettem a méret, statisztikai régió és iparág szerinti csoportosítást. A kutatás kizárólag a KKV szektorba tartozó vállalkozások vizsgálatára korlátozódik, már az adatbázis 1. szintű kialakításakor is arra törekedtem, hogy a mintába kizárólag olyan vállalkozások szerepeljenek, amelyek megfelelnek a KKV feltételeinek. Így a vállalkozások méret szerinti csoportosítását a kis- és középvállalkozásokról, fejlődésük támogatásáról szóló 2004. évi XXXIV. törvény alapján 3 méretkategóriát különböztettem meg, a Mikro-vállalkozást, Kisvállalkozást és Középvállalkozást. A vállalkozások tőkeszerkezetének sajátosságait regionális elhelyezkedésük alapján is vizsgáltam, melyet a székhelyük szerinti településük alapján soroltam be Megyei, Regionális és Statisztikai régiók szerinti kategóriákba. A statisztikai régiók csoportosítása szerint megkülönböztetek Közép-Magyarország, Dunántúl, valamint Észak és Alföld statisztikai régiókat, amelyeket a Magyarországon található 7 régió összevonásából képeztem. A kutatás alapgondolatához igazodva, vagyis a különböző iparágak tőkeszerkezetének likviditásának és jövedelmezőségének összehasonlítása, továbbá a

közöttük lévő tendenciák, hasonlóságok és különbségek feltárása érdekében elemzéseimet a TEÁOR'08³ csoportosítás 2. és 4. szintje szerinti bontásban is elvégeztem.

3.2. A VIZSGÁLT VÁLLALKOZÁSOK MEGOSZLÁSA MÉRET, STATISZTIKAI RÉGIÓ ÉS IPARÁG SZERINT

A vállalkozások összetételének ismertetéséhez megoszlási viszonyszámokat alkalmaztam, az eredmények szemléltetéséhez diagramokat, táblázatokat használtam. A 14. táblázat alapján látható, hogy a mintában méret szerinti megoszlás alapján döntő többségben 78,5%-os részaránnyal 48715 mikrovállalkozás szerepel. A rangsorban a második helyen 19,0%-os részaránnyal, 11789 vállalkozással a kisvállalkozások, majd 2,5%-os részaránnyal és 1531 vállalkozással a közép-vállalkozások jelennek meg. 2021-ben csonkolást követően sajnálatos módon kevesebb vállalkozás maradt a mintában, de arányait tekintve a méret szerinti megoszlás hasonló a korábbi évek adataihoz. Az elemzésből megfogalmazódó következtetések, eredmények, tendenciák ez alapján leginkább a mikrovállalkozásokra jellemző.

14. táblázat: A vizsgált vállalkozások évenkénti megoszlása méret szerint

		KKV besorolás * Év							Összes
		2015	2016	2017	Év 2018	2019	2020	2021	
Mikrovállalkozás	db	7159	7587	7631	7738	8019	7465	3116	48715
	% arány	11,5%	12,2%	12,3%	12,5%	12,9%	12,0%	5,0%	78,5%
Kisvállalkozás	db	1502	1861	1945	2110	1944	2064	363	11789
	% arány	2,4%	3,0%	3,1%	3,4%	3,1%	3,3%	0,6%	19,0%
Közép-vállalkozás	db	179	219	219	238	221	230	225	1531
	% arány	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	2,5%
Összesen	db	8840	9667	9795	10086	10184	9759	3704	62035
	% arány	14,3%	15,6%	15,8%	16,3%	16,4%	15,7%	6,0%	100,0%

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A hazai KKV szektor statisztikai régiók szerinti eloszlásának vizsgálatával viszonylag ritkán foglalkozik a szakirodalom, azonban az ilyen anyagokban publikált statisztikai mutatókról egyértelműen megállapítható, hogy a főváros évtizedek óta minden gazdasági mutatót tekintve kiemelkedik az országból. A főváros kiugró gazdasági fejlettsége és jövedelmi

³ Gazdasági tevékenységek egységes ágazati osztályozási rendszere

helyzete következtében a regionális fejlettségi különbségek hosszú távon jelentős mértékben nőttek. (Faluvégi, 2020) A szakirodalmi források megegyeznek abban, hogy a magyarországi KKV szektor vállalkozásai Közép-Magyarországon koncentrálódnak és ez a folyamat fokozatosan erősödik. (Vértesy, 2018)

A 15. táblázat a vállalkozások statisztikai régiók szerinti és évenkénti megoszlását mutatja, amiből kitűnik, hogy statisztikai régiók szerinti csoportosítás alapján 34372 vállalkozás Közép-Magyarországhoz tartozik, ami a teljes minta 55,4%-a. Ez egyben azt is jelenti, hogy fő tevékenységét tekintve a Vendéglátás és Információ-technológiai szolgáltatás ágazatban ezen a területen önmagában több vállalkozás működik, mint az ország egyéb régióiban összesen. A többi területen hasonló eloszlásban, 21-23%-os részaránnyal szerepelnek a vállalkozások. Ezek az arányok jól tükrözik a vizsgált időszakban a magyar térszerkezeti felfogást, valamint a Budapest-központú gondolkodásmódot az innovatív KKV szektorban. Az előzőek is megerősítik azt, hogy hazánkban továbbra is számottevőek a statisztikai régiók szerinti különbségek. A főváros és Közép-Magyarország szerepe – a kelet-közép-európai régiókhoz hasonlóan – domináns. Az elmúlt években a kormányzati intézkedések és a regionális fejlesztési programok következtében ugyan több gazdasági mutató esetében is mérséklődtek a régiók közötti különbségek, azonban azok továbbra is jelentősek maradtak. (MNB, 2020b)

15. táblázat: A vizsgált vállalkozások évenkénti megoszlása statisztikai régiók szerint

		Terület * Év							Összes
		Év							
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Közép-Magyarország	db	4835	5377	5476	5582	5702	5363	2037	34372
	% arány	7,8%	8,7%	8,8%	9,0%	9,2%	8,6%	3,3%	55,4%
Észak és Alföld	db	1977	2022	2028	2124	2143	2090	832	13216
	% arány	3,2%	3,3%	3,3%	3,4%	3,5%	3,4%	1,3%	21,3%
Dunántúl	db	2028	2268	2291	2380	2339	2306	835	14447
	% arány	3,3%	3,7%	3,7%	3,8%	3,8%	3,7%	1,3%	23,3%
Összesen	db	8840	9667	9795	10086	10184	9759	3704	62035
	% arány	14,3%	15,6%	15,8%	16,3%	16,4%	15,7%	6,0%	100,0%

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A KKV szektor számára kiírt pályázati lehetőségekben sokszor megjelenik az árbevétel növelésére vonatkozó elvárás. Az árbevétel nagysága ugyanakkor a KKV besorolás meghatározásának három mérőszáma közül csak az egyik, amely a vállalkozások

gazdálkodásának olyan tényezője, ami kiemelt szerepet tölt be annak pénzügyi mutatóiban, az erőforrásai (az eszközök, a tőke és az élómunka) hatékonyságának kifejezésében. A ráfordítások esetében a költségszinteket, az eredmény esetében pedig az eredményszinteket fejezi ki. (Zéman-Béhm, 2019) Az árbevétel nagysága továbbá a vállalkozás méretétől és az általa folytatott tevékenységtől is függ, az abból származtatott bruttó hozzáadott érték többek között a gazdálkodás eredményességét jelzi. A vállalkozások nyereséges működése pedig a gazdasági fejlődés egyik alappillére, valamint a vállalkozás által végrehajtott beruházások volumenén keresztül befolyásolhatja egy-egy térség fejlődését és gazdasági teljesítőképességét is.

A 16. táblázat a vállalkozások iparág szerinti évenkénti megoszlását mutatja. Az adatokból megfigyelhető, hogy az egyes tevékenységek külön-külön is évenként több ezer vállalkozás elemzését teszik lehetővé. Az Információ-technológiai szolgáltatás ágazat vállalkozásai 44,6%-os, míg a Vendéglátás ágazat vállalkozásai 55,4%-os évenkénti részaránnyal szerepelnek.

16. táblázat: A vizsgált vállalkozások évenkénti megoszlása iparág szerint

		TEÁOR 2 * Év							Összes
		2015	2016	2017	Év 2018	2019	2020	2021	
IT szolgáltatás	db	4141	4331	4345	4361	4348	4396	1775	27697
	% arány	6,7%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,1%	2,9%	44,6%
Vendéglátás	db	4699	5336	5450	5725	5836	5363	1929	34338
	% arány	7,6%	8,6%	8,8%	9,2%	9,4%	8,6%	3,1%	55,4%
Összesen	db	8840	9667	9795	10086	10184	9759	3704	62035
	% arány	14,3%	15,6%	15,8%	16,3%	16,4%	15,7%	6,0%	100,0%

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

Az Iparág szerinti megoszlás TEÁOR 4 szintje szerinti részletezése alapján látható, hogy a mintába került vállalkozások fő tevékenységüket tekintve a Vendéglátás ágazatban az 5610-Éttermi mozgó vendéglátás (42,5%) és az 5630-Italszolgáltatás (8,3%) tevékenységek köré koncentrálnak, míg az Információ-technológia szolgáltatás ágazatban a 6201-Számítógépes programozás (19,3%), a 6202-Információ-technológiai szaktanácsadás (13,7%) és a 6209-Egyéb információ-technológiai szolgáltatás (8,9%) területek képviselnek nagyobb arányt. Megfigyelhető továbbá, hogy ettől a struktúrától az évenkénti megoszlás sem különbözik jelentős mértékben, ezáltal 2015-2020 között 8000-10000 vállalkozás és 2021-ben 3700 vállalkozás elemzése biztosított. (5. melléklet)

3.3. AZ ALKALMAZOTT STATISZTIKAI MÓDSZEREINEK LEÍRÁSA

A statisztikai elemzések végrehajtásához a Microsoft 365, valamint az SPSS 27.0 programokat használtam. A tőkeszerkezet nagyságát makrogazdasági tényezők is befolyásolják, ám ebben az elemzésben mégis a mikroszemlélet kerül előtérbe, amelyet a rendelkezésre álló vállalati adatbázis indokol.

A [H1 hipotézis](#) igazolásához az egyutas varianciaanalízis (ANOVA – analysis of variance) módszerét alkalmaztam, amelyet a pontosabb eredmények érdekében a Bonferroni módszerrel Post Hoc teszttel is kiegészítettem. A varianciaanalízis egy olyan statisztikai módszer, amely segít megvizsgálni, hogy van-e jelentős különbség két vagy több csoport között a független változóknak (vagy faktoroknak) az egyik függő változóra (vagy kimenetre) gyakorolt hatása alapján. A varianciaelemzés egy lineáris modellezési módszer a mezők közötti viszonyok kiértékeléséhez, melynek a null hipotézise, hogy az egyes csoportok átlagai nem különböznek a nagyátlagtól. A legtöbb varianciaanalízis közös tulajdonsága, hogy összehasonlítja a vizsgált metrikus, függő változók átlagainak varianciáját. A varianciaanalízis csoportok közötti és csoportokon belüli varianciák összehasonlítására szolgál, valamint lehetővé teszi a varianciák tényezőkénti felbontását. Annak a tisztázását segíti, hogy a szórásbeli eltérések mögött a véletlen vagy egy másik magyarázó tényező hatása bújlik-e meg. Ilyen tényezőnek tekinthető különböző csoportok átlagai közti eltérés. Tehát azt vizsgáljuk, hogy a minták középértékei közötti kezelés hatása okozta variancia nagyobb-e a mintavételezésből származó véletlen hatás okozta hibavariancia értékénél. Mivel az egyutas varianciaanalízis csupán a kategóriák szórásának külső szórástól való szisztematikus eltérését vizsgálja, arról is meg kell győződni, hogy a kategóriák szórásai egymáshoz képesti eltérésének szisztematikus okai vannak-e, vagy csak a véletlen műve.

A véletlen kizárása érdekében post-hoc (utólagos) tesztek elvégzése is szükséges, amelyhez a Bonferroni módszert használtam, tekintettel arra, hogy a vizsgálati csoportok elemszáma különböző, amire ez a teszt nem érzékeny. (A Tukey módszer a legszigorúbb, de jellemzően háromnál több csoport esetén alkalmazzák, az LSD a legengedékenyebb, ennek az alkalmazásával lehet az átlagok közötti különbségeket a leghamarabb szignifikánsan kimutatni.) (Sajtos-Mitev, 2006) A Post Hoc teszt Bonferroni módszerrel számított, méretkategóriákra vonatkozó eredményben felsorolásra kerül minden lehetséges párosítás. A teszt eredményeként az átlagok közötti különbség van feltüntetve és csillaggal azok a

párosítások vannak megjelölve, ahol a szignifikancia szint 0,05 alatti, tehát ahol jelentős különbség mutatkozik a csoportátlagok között. (Hódiné-Mikó, 2018) Miután a rendelkezésre álló adathalmaz múltbeli állományi adatokat tartalmazott, az időbeli változásokat, szezonális ingadozásokat nem tudtam kimutatni. Álláspontom szerint a tőkeszerkezeti és jövedelmezőségi mutatók esetében a szezonálisnak nincs szignifikáns szerepe.

A [H2 hipotézis](#) igazolásához a tőkeszerkezetet meghatározó tényezők és a jövedelmezőségi mutatók között az összefüggést korrelációanalízis segítségével határoztam meg. A korrelációanalízis a lineáris kapcsolat meglétét és annak az erősségét mutatja meg, tehát a korreláció arra a kérdésre ad választ, hogy van-e kapcsolat két vagy több mennyiségi változó között, és ha igen, az mennyire szoros. Az ismérvek együttes változását a Pearson féle korrelációs együttható jellemzi, amelynek a jele: r . A korrelációs együttható előjele, megőrizve a kovariancia előjelét, a kapcsolat irányára utal. A Pearson korreláció jellemzői, hogy szórásfüggetlen, a korrelációs együttható -1 és 1 közötti értékeket vehet fel, továbbá szimmetrikus. A leíró statisztika és a korreláció elemzéshez szükséges számítások olyan mutatószámok segítségével kerültek alkalmazásra, amelyek a vállalkozások jövedelemtermelő képességével összefüggésbe hozhatóak és a rendelkezésre álló adatbázisból a vállalkozások pénzügyi beszámoló adatai alapján megképezhetőek voltak. Az elemzéshez szükséges mutatók képzése a fő mérleg sorok figyelembevételével történt.

A vállalkozások tőkeszerkezetének változását a Saját tőke aránya [STA] mutató segítségével, a jövedelmezőségének változását az Eszköz arányos jövedelmezőség [ROA], valamint az Össztőke jövedelmezőség [ROTC] mutatók segítségével és a likviditásuk változását a Likviditási ráta [LIKV1] és a Pénzhányad mutatók [LIKV3] mutató segítségével vizsgáltam. Az üzleti évenként mérlegben kimutatott eszközök és források meghatározott tételeinek egymáshoz mért viszonyát értékelve mutat rá a gazdálkodás színvonalára. A kötelezettségek aránya mutató nem került be az elemzésbe, mert a saját tőke aránya és a kötelezettségek aránya mutatók komplementerei egymásnak és figyelembe véve, hogy a forrás oldalon egyéb számottevő forrás elem nem szerepelt, a matematikai összefüggésből adódóan feltételezhetően a saját tőke és jövedelmezőség, valamint a saját tőke és likviditás korrelációs együtthatóival ellentétes irányú, de hasonló mértékű eredményt kaptam volna. Miután a kötelezettségek lejárat szerinti megkülönböztetése sem tartalmaz lényeges eltérést (a rövid lejáratú kötelezettségek aránya kiemelkedő), ezért a hosszú és rövid lejáratú kötelezettségek aránya mutatókat sem ábrázoltam a korrelációs mátrixban. A Saját tőke

arányos jövedelmezőség mutató sem került be az elemzésbe, mert a saját tőke aránya mutató a számlálóban-, a saját tőke arányos jövedelmezőség mutató pedig a nevezőben tartalmazza a saját tőke elemet, ezért ennél a mutató párosnál is érvényesül az ellentétes mozgás, miszerint, ha az egyik érték nő, akkor a másiknak csökkennie kell. Ez alapján tehát ennél a mutató párosnál is matematikailag meg kell jelenni a kapcsolatnak a korrelációs együtthatóban.

Általánosságban jellemző, hogy a vállalkozások működése méretenként, statisztikai régióként és iparáganként is eltérő, ezért a tőkeszerkezeti mutatók, jövedelmezőségi mutatók, likviditási mutatók, valamint ezek összefüggéseinek a különböző dimenziókban külön-külön indokolt a vizsgálata. A vállalkozásonként képzett mutatószámok egyenként történő összehasonlítása nagyfokú torzítást okozna az eredmények meghatározásában, ugyanis egyetlen teljesítőképességi szint is többféle likviditási, jövedelmezőségi, vagy eladósodottsági mutatóval mérhető, ezért a nagyszámú változók kezelését és azok belső összefüggéseinek a feltárását többváltozós matematikai-statisztikai módszerek alkalmazásával tudjuk biztosítani.

A [H3 hipotézis](#) igazolásához a faktoranalízist alkalmaztam, majd a keletkezett faktorok alapján klasztereket hoztam létre a klaszteranalízis segítségével. Faktorelemzés során manifeszt változókból látens változókat hozunk létre, ahol manifeszt változóknak a beszámoló adatokból képzett vagyoni- pénzügyi- és jövedelmezőségi helyzet mutatószámait tekintem. A látens változó több manifeszt változó összességéből tömörödik össze úgy, hogy a manifeszt változók információ tartalmát hordozza magában.

A faktoranalízis a főkomponensanalízis speciális esete. A faktorelemzést a többváltozós elemzések közül sok esetben elsőként alkalmazzák, amelynek egyik oka az, hogy a változók közötti multikollinearitást kiszűrik. A változók számának redukálása esetén az eredeti információtömeget lényegesen kevesebb változóval reprodukáljuk a könnyebb értelmezhetőség érdekében. (Sajtos-Mitev, 2006) Többváltozós elemzéseknél, ahol a változók között komplex kapcsolat van, hasznos módszer a faktoranalízis, amelynek segítségével úgy csökkenthető a változók száma, hogy a megfigyelt változók információtartalmát néhány hipotetikus faktorváltozóba vonunk össze. A faktorváltozók konkrét jelentéssel bírnak, de ezek közvetlenül nem figyelhetőek meg, létezésüket a változók sztochasztikus kapcsolatai alapján feltételezzük és értékeit ezen keresztül becsüljük. Másfelől a faktorelemzés egyfajta struktúra-feltáró módszer, ami azt jelenti, hogy nincsenek

előre meghatározott függő és független változók, hanem a változók közötti összefüggések feltárására törekszünk. A módszer lényege, hogy az eredeti, nagyobb számú változót a köztük lévő kapcsolat alapján kisebb számú főkomponensekbe tömöríti, amik a változók lineáris kombinációi és egymással korrelálatlanok. A főkomponensbe tömörítés során két mennyiségi változó közötti kapcsolat a korreláció által van jellemezve. A faktorelemzés adattömörítésre és az adatstruktúra feltárására szolgál és a kiinduló változók számát úgynevezett faktorváltozókba vonja össze, amelyek közvetlenül nem figyelhetők meg. A faktoranalízis alkalmazhatóságának különböző feltételei vannak, amelyeket a következő tesztekkel ellenőrizhetünk:

- A KMO (Kaiser-Meyer-Olkin) teszt a változók korrelációmátrixának elemzését végzi el és az átlagos korreláció mértékére utal. A KMO érték az összes változóra vonatkozó érték és a főkomponens elemzésre való alkalmasság egyik legfontosabb mérőszáma. Ha a KMO teszt értéke nem éri el a 0,6-os értéket abban az esetben az adatok nem alkalmasak faktorelemzésre.
- A Bartlett-féle szférikus próba azt vizsgálja, hogy a korrelációs mátrixnak a főátlón kívüli elemei csak a véletlen miatt térnek-e el a nullától.

A faktorelemzés során keletkező faktorok közül annyi változót tekintek optimálisnak, amennyinek a sajátértéke nagyobb, mint 1. Ezen kívül azt a pontot kerestem, ahol az összes magyarázott variancia eléri legalább a 60%-ot a faktorok interpretálásában. (Freedman et al., 2005) A faktorelemzést főkomponens módszerrel, Kaiser normalizálással hajtottam végre. Az előállított faktorokat az ortogonális transzformációs eljárások közül Varimax módszerrel rotáltam. Egy változót akkor fogadok egy faktor tagjaként, ha a faktorsúlya az adott faktoron belül meghaladja a 0,5-öt (abszolút értékben).

A klaszteranalízis lényege, hogy a megfigyelési egységeket olyan homogén csoportokba rendezi az elemzésbe bevont változók alapján, amelyeknek tagjai a vizsgálatba bevont ismérvek alapján hasonlítanak csoporttársaikra és ugyanezen dimenzió mentén eltérnek a többi csoport elemeitől. Mindezek alapján a klaszteranalízis alapvető feladata azoknak a változóknak a megtalálása, amelyek a csoportok közti eltérést eredményezik. Az elemzések gyakorlatában azonban a klaszteranalízist a faktoranalízissel együtt használják, amely az előre meghatározott változócsoporthoz dimenziószámának csökkentésére irányul, ahol az egymással korreláló változókat egy faktorba tömöríti. Így egy transzformált, de lényeges információkat még tartalmazó, alacsonyabb dimenziószámú lehet elvégezni az elemzést.

Az, hogy az eredeti változók milyen súlyokkal vesznek részt a közös faktor varianciájának magyarázatában, lehetőséget ad arra, hogy a komponensek közötti rejtett kapcsolatokat felfedezzük. Minél nagyobb a mintanagyság, annál megbízhatóbb faktorokat eredményez az elemzés. A klaszteranalízis során első lépésben a two-step klasztereljárással meghatároztam a klaszterek statisztikailag optimális számát. Majd ezt követően k-közép eljárással (centroid módszerrel) határoztam meg az ismérvek alapján a klasztereket. Varianciaanalízis segítségével igazoltam, hogy a klaszterek az ismérvek szerint eltérőek ($p < 0,05$).

A klaszterelemzéssel tehát az volt a célom, hogy a faktorelemzés során létrehozott változók segítségével azonosítani tudjam a vizsgált vállalkozásokra vonatkozó vagyoni-pénzügyi- és jövedelmezőségi helyzet összevont mértékét, illetve, ezáltal csoportosítsam a vizsgált vállalkozásokat. A klaszterek adatainak további szofisztikálása érdekében kereszttábla elemzéseket végeztem el a méret, statisztikai régió és iparág dimenziókkal és a klaszterekkel. A kereszttáblák két nem paraméteres (legalább nominális) változó összefüggésének vizsgálatánál alkalmazható. A kapott értékek információt szolgáltatnak a két változó közötti összefüggésről. Kereszttábla használatával a változók közötti kapcsolat szorosságának meghatározásával ellenőriztem, hogy az egyes klaszterek mutatnak-e valamilyen összefüggést méret, statisztikai régió és iparág alapján. Az összefüggés meglétére és az asszociációs szorosság mérésére a kutatói gyakorlatban leginkább elterjedt Cramer-féle V mutatót alkalmaztam, amely két minőségi ismérv közötti asszociáció szorosságát méri 0 és 1 közötti skálán, ahol a 0 nem jelent asszociációt, 1 pedig teljes asszociációt jelent. (Saunders et al., 2016) Az összefüggés akkor szignifikáns, ha a teszt szignifikanciaszintje kisebb, mint 5 % ($p < 0,05$).

A [H4 hipotézis](#) igazolásához a lejáratiliaszkeskedés mutatót bázis és lánviszoznyozszámok segítségével több dimenzióban megvizsgáltam, ahol arra kerestem a választ, hogy mennyiben illeszkeskedik a vagyoz eredete annak megjelenési formáihoz. Egy vállalat életében meghatározó a likviditás fenntartása, amiben kulcsszerepet játszik az eszközök finanszírozásához használt források lejáratiliaszkeskedése. A lejáratiliaszkeskedés elemzése során abból indultam ki, hogy a mérlegben az eszközöket likviditási, a forrásokot lejáratiliaszkeskedésben szerepeltetjük. Összehasonlítottam a működést tartóosan szozgáló befektetett eszközöket a tartóosan rendelkezésre álló forrásokkal. A KKV szektor sajátosságai miatt a korrekcióos

tételekkel (pl.: céltartalékok, időbeli elhatárolások, fejlesztési támogatások⁴) nem számoltam.

Az illeszkedés elve szerint a források szerkezetét az eszközök összetétele határozza meg. A jövedelmezőség maximalizálása érdekében a források összetételét úgy kell meghatározni, hogy illeszkedjen az eszközök struktúrájához, annak érdekében, hogy a vállalat likviditási kockázata csökkenjen. (Bozsik, 2010) A likviditás és a fizetőképesség problémaköre kiterjed a rövid és a hosszú távú pénzügyi egyensúly biztosítására, amely a vállalkozói vagyron eszköz és forrásoldalának összhangját jelenti. Ebből adódóan a finanszírozási stratégia szempontjából tehát kulcskérdés az eszközök és a források összhangjának a megteremtése. (Pataki, 2003)

A befektetett eszközök fedezete mutató azt méri, hogy a vállalkozási tevékenységet szolgáló tartós eszközöket hányszor képes fedezni a vállalat saját tőkéje. A befektetett eszközök fedezete mutató a Saját tőke + Hosszú lejáratú kötelezettség + Hátrasorolt kötelezettség / Befektetett eszköz + Tartós forgóeszközök adatokból számítható ki, amely arról informál, hogy a tartós forrásokat milyen arányban fordítja a vállalat a tartós eszközök finanszírozására. A minimálisan elvárt érték 1 (esetleg 0,8), hiszen fontos, hogy hosszú távon használt forrásokból történjen a befektetett eszközök fedezése. (Paár et al., 2021) A mutató egy módosított formája, amikor a tartósan rendelkezésre álló forrásokkal való fedezettséget tehát a lejáratil illeszkedést mérjük. Ehhez a számításhoz a tartósan rendelkezésre álló forrásokat (saját tőke, hátrasorolt és hosszú lejáratú kötelezettségek) viszonyítjuk a tartósan rendelkezésre álló eszközökhöz (befektetett eszközök és a tartósan lekötött forgóeszközök). Amennyiben a lejáratil illeszkedés mutató értéke 1 alatt van, úgy a vállalat a tartós forrásait nem veszi teljesen igénybe a tartós eszközei finanszírozására, ebben az esetben a forgóeszközei egy részét is tartós forrásból finanszírozza. Az ilyen mutatóval rendelkező vállalkozások konzervatív finanszírozási stratégiát folytatnak. A mutató értéke általában kedvező, ha 1 közeli, mivel ebben az esetben a tartós eszközöket tartós, vagy lejárat nélküli forrással finanszírozza a vállalkozás. Ilyen esetben szolid finanszírozási stratégiát folytatnak a vállalkozások. 1 feletti érték esetén a tartós eszközök nagysága meghaladja a tartós források nagyságát, így ebben az esetben agresszív finanszírozási stratégiáról beszélhetünk. Az eszközök és a kötelezettségek lejáratának összhangja azért fontos, mert a rövid lejáratú kötelezettségek túlzott növekedése esetén előfordulhat, hogy a vállalat a rövid

⁴ Abban az esetben, ha a beruházás finanszírozásában jelentős szerepet játszik a fejlesztési támogatás, indokolt a mutató számlálóját a passzív időbeli elhatárolások között kimutatott halasztott bevételekkel is kibővíteni.

távú tartozásait csak a termeléshez használt eszközeinek felélésével képes eleget tenni. A pénzügyileg tudatos vállalkozások a lejáratil illeszkedés alapján igyekeznek az eszközeik lekötési idejét és forrásaik lejáratát közelíteni. A finanszírozási stratégia kialakításánál figyelembe kell venni azt az alapvető szabályt, hogy a tartós befektetéseket saját tőkével és/vagy hosszú lejáratú hitellel kell finanszírozni, miközben a forgóeszközök finanszírozása a rövid lejáratú forrásokkal lehetséges.

A [H5 hipotézis](#) igazolásához az eladósodottság aránya mutatót percentilis kategorizálás, dimenziókénti arányszámok képzésével és dichotom változó segítségével több dimenzióban megvizsgáltam, ahol arra kerestem a választ, hogy a vállalkozások jövedelmezősége vagy éppen a veszteségessége, milyen eladósodottsági szint mellett valószínűsíthető leginkább, továbbá, hogy ez a szint méret, statisztikai régiók szerinti elhelyezkedés és iparág alapján hasonlóan vagy eltérően érvényesül.

A jövedelmezőséget, a korábbi fejezetekkel összhangban az adózás előtti eredmény alapján vizsgáltam (ezáltal a különböző adózási módok nem torzították az eredményt), ahol jövedelmezőnek tekintetem azokat a vállalkozásokat, amelyek nullától nagyobb adózás előtti eredményt értek el egy adott üzleti évben és ebből adódóan veszteségesnek jelöltem minden olyan vállalkozást, amelyek nem jövedelmezők.

Az eladósodottság aránya mutató az idegen tőke / saját tőke adatokból számítható ki, azt szemlélteti, hogy a saját tőkéhez képest több vagy kevesebb-e az idegen tőke aránya. Annál jobb az értéke, minél alacsonyabb. Ha 1 alatti, akkor a vállalkozás forrásszerkezetében a saját tőke elemei meghaladják az idegen tőke elemeit. (Paár-Ambrus-Szóka, 2021) A mutató negatív értéket is felvehet, amennyiben egy vállalkozás negatív saját tőkével rendelkezik. A korábbi fejezetekben már bemutatásra került szakirodalom feldolgozás segítségével, hogy tőkeáttétel növekedése egy meghatározott szintig pozitívan hat a jövedelmezőségre, ugyanakkor a magas eladósodottság viszont (a kockázat növekedésének a hatására) progresszív kamatnövekedést idéz elő, ami negatív hatást gyakorol az adózás előtti eredményre. Ennek szellemében kerestem azt a tőkeáttételi pontot, amely mellett a különböző dimenziókban valószínűsíthető a vállalkozások jövedelmezősége.

Az eredmény grafikonon történő ábrázolása érdekében 2%-os egyenlő percentilis kategóriákba rendeztem az eladósodottság aránya mutatót, amely segítségével 50 kategória jött létre. Ezt követően a vállalkozások egyes dimenziókba tartozó részarányainak számítását aggregált változók segítségével számoltam ki. Ezáltal a méret, statisztikai régiók szerinti

elhelyezkedés és iparág dimenziókban külön számított részarányok már alkalmasak voltak a percentilis kategóriákkal és a dichotom változóval való ábrázolásra.

17. táblázat: A hipotézisek és a módszerek összefoglalása

Hipotézisek	Módszerek
H1: Szignifikáns különbségek figyelhetőek meg méret, statisztikai régió, és iparág alapján a magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásainak tőkeszerkezetében 2015-2021 között.	Varianciaanalízis, POST-HOC teszt (Bonferroni módszer)
H2: A magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásainál 2015-2021 között a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség, a tőkeszerkezet és a likviditás, valamint a jövedelmezőség és likviditás közötti kapcsolat erőssége és iránya függ a vállalkozás méretétől, statisztikai régiójától és tevékenységi körétől.	Korrelációanalízis (Pearson féle korreláció)
H3: A magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) 2015-2021 között működő vállalkozásai vagyoni- pénzügyi- és jövedelmezőségi mutatószámai alapján homogén csoportokba sorolhatóak, amely csoportokban a tőkeszerkezet és jövedelmezőség, valamint a tőkeszerkezet és likviditás közötti kapcsolat erőssége és iránya eltérő.	Faktoranalízis, Klaszteranalízis, Varianciaanalízis, Keresztábra elemzés, KMO and Bartlett's Test (Cramer féle V mutató, Pearson-féle korreláció)
H4: A magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásainál 2015-2021 között méret, statisztikai régió és iparág alapján is konzervatív finanszírozási stratégia érvényesül a lejáratil illeszkedést illetően, miszerint a vállalkozások a befektetett eszközeiket és a forgóeszközeik nagy részét is hosszú lejáratú forrásból finanszírozzák.	Bázis és láncviszonyszám elemzés, Lejáratil illeszkedés mutató
H5: A magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásainál 2015-2021 között pozitív adózás előtti eredmény egy meghatározott eladósodottsági szint mellett jobban valószínűsíthető, továbbá ez a szint méret, statisztikai régió és iparág alapján eltérően érvényesül.	Arányszám elemzés dichotom változókkal (Percentilis kategóriák alapján)

(Forrás: Saját szerkesztés)

3.4. AZ ELEMZÉS KORLÁTAI

Az elemzés korlátai között szeretném megemlíteni, hogy nagyrésztben számviteli beszámoló, valamint azokra épülő gazdálkodási adatokkal dolgoztam. A számviteli adatok felhasználásának azonban jelentős korlátai vannak, ugyanis a pénzügyi számvitel célja, hogy a vállalkozó a külső érdekhordozók számára (az állami szervezeteknek, hitelezőknek, vagy akár a vállalat működésére kis befolyással bíró tulajdonosok csoportjának) teljes vállalati szinten könnyen ellenőrizhető módon, egységes formában adatokat szolgáltatson időszakonként a működéséről. A gazdálkodó célja pedig az, hogy döntéseihez megfelelő időben releváns információ álljon a rendelkezésére. Ez a két cél sok esetben nem egy irányba mutat, ami félreértésekhez vezethet. A számviteli rendszer mély ismerete nélkül is könnyű belátni, hogy különböző számviteli elszámolások alkalmazhatóak még országon belül is, amelyek legális eszközöket biztosítanak a vállalkozás kezébe a vállalati eredmény stratégiai céljainak megfelelő befolyásolására, ami nagymértékben megnehezítheti a különböző méretű, különböző statisztikai régióban és iparágban működő vállalkozások korrekt összehasonlítását.

A számviteli beszámolókra vonatkozó előírások a KKV szektor vállalkozásaira speciális előírásokat tartalmazhat, ezért a mikrogazdálkodók esetében az összehasonlíthatóság csak a beszámoló fő sorai esetén biztosított, amelyekből nem lehet részleteiben minden tekintetben számszakilag korrekt következtetéseket levonni egy-egy vállalkozás jövedelmezőségének vagy éppen a veszteségeinek az okaira vagy a finanszírozási stratégiájára vonatkozóan.

Az sem utolsó szempont, hogy a vállalkozásoknak nem minden esetben érdeke teljes mértékben elemezhető képet adni a külső érintetteknek a tevékenységéről, ezért az időszakosan kötelezően elkészítendő számviteli beszámolók nem tartalmaznak részletes adatokat egy mélyebb elemzéshez, csak a kötelező előírások betartására törekednek az összevont adatokat tartalmazó számviteli nyilvántartások vezetésével és a további részletes nyilvántartások (stratégiai tervek, önköltségszámítási sémák, jövedelmezőségi, hatékonysági elemzések) csak a tulajdonos saját belső nyilvántartásában vannak jelen.

A számviteli adatok a múlt egy adott időpontjára (általában december 31.) vonatkoznak, így a beszámoló adatokból képzett általános mutatók vagy információk is múltbéli és statikusak. A dinamikus mutatószámok képzéséhez havi vagy negyedéves adatokra van szükség, viszont ilyen rendszeres adatszolgáltatás a KKV szektor vállalkozásaira különösen nem jellemző.

A korlátok között szeretném kiemelni továbbá, hogy a KKV szektor vállalkozásai közül a jövedelmező és pénzügyileg tudatos vállalkozások jól strukturált cégcsoport és vagyongazdálkodó holding társaságok létrehozásával optimalizálják a piaci kockázataikat és az adófizetési kötelezettségeiket és az így kialakított cégcsoportba tartozó tulajdonosi információk a beszámoló számszaki adataiból szintén nem derülnek ki.

A vizsgálatba véletlenszerű kiválasztással kerültek a vállalkozások az előre meghatározott iparágakból és előre meghatározott évek beszámoló adataiból.

4. EREDMÉNYEK

E fejezetben a korábban már kifejtett célkitűzésekre épülő hipotézisek igazolását vagy elvetését kívánom bemutatni. Az elemzés egyik célkitűzése, hogy a tőkeszerkezeti minták alapján tendenciákat azonosítson az eltérő statisztikai régiók között. Az évre-, mérete-, iparágra- és statisztikai régiókra jellemző tendenciák felől közelítek a vállalkozások felé. Az aggregált adatokat kimutatásokba tömöríttem és ezekből készítettem elemző ábrákat, diagramokat, táblázatokat. Disszertációm az előző, módszertani fejezetben ismertett módon, a rangsorok adatainak összegyűjtésével, bázis és láncviszonyszámok elemzésével kezdődött.

4.1. A LEÍRÓ STATISZTIKAI ADATOK ELEMZÉSE

Kutatásom célkitűzései között szerepel a mérleg és eredménykimutatást tartalmazó adatbázis alapján, leíró statisztikai módszerek segítségével egyes tőkeszerkezeti mutatók évenkénti változásainak, a megfigyelhető trendeknek-, törvényszerűségeknek méret, statisztikai régió és iparág megközelítésű bemutatása. A hagyományos pénzügyi mutatószámok a vagyoni, pénzügyi, jövedelmezőségi helyzetről informálnak, amelyekből képet kaphatunk többek között az eszközök és források szerkezetéről, az eszközhatékonyságról, az adósságállományról, a likviditásról, valamint a különféle vetítési alapokhoz viszonyított jövedelmezőségről.

Disszertációmban a vagyoni, pénzügyi és jövedelmezőségi helyzetre ható mutatószámok a vizsgált minta beszámoló adataiból kerültek kiszámításra. A jövedelmezőség meghatározása esetén adózás előtti eredményt vettem figyelembe. Az elemzésbe bevont mutatószámokat kiválasztásukat követően megvizsgáltam létezésük, valamint kiugró értékeik szempontjából.

Az adatbázis csonkolás rendkívül nagymértékű adatvesztést okozott, de ettől függetlenül úgy ítélem meg, hogy a kisebb, de szabályos eloszlású és a statisztikai eljárásokban elfogadott módszerek alapján képzett minta pontosabban tudja reprezentálni a kutatás célkitűzéseit, továbbá a hipotézisek elfogadásához vagy elvetéséhez is nagy biztonsággal nyújt információt.

4.1.1. A vállalkozások forrásszerkezetének az elemzése

A mérlegben a vagyon eredetként, azaz forrásaként a saját tőkét, a céltartalékokat, a kötelezettségeket és a passzív időbeli elhatárolásokat kell szerepeltetni. A saját tőkét elsősorban olyan tételek alkotják, amelyeket a tulajdonosok lejárat korlátozás nélkül a társaság rendelkezésére bocsátottak (jegyzett tőke, az adózott eredmény osztalékként ki nem vett része), vagy a jogszabály ide sorol, vagy a társaság az eszközei ártértékelése során (például értékelési tartalékként) kimutat. A saját tőkét elsősorban olyan tételek alkotják, amelyek jellemzően hosszú vagy korlátlan lejáratúak, vagy visszafizetési kötelezettséggel nem terheltek.

A kötelezettségek azok a szerződésekből eredő, pénzürtékben kifejezett elismert tartozások, amelyeket a másik fél már teljesített, a vállalkozó által pedig elfogadott, elismert szállításhoz, szolgáltatáshoz, pénznyújtáshoz kapcsolódnak. A mérlegben kimutatott kötelezettségek lejárat alapján lehetnek hátra soroltak, hosszú és rövid lejáratúak. A céltartalék fogalmát a jogszabály közvetlenül nem határozza meg, tartalmát tekintve a céltartalék egy, az adózás előtti eredmény terhére képzett tartalék, amely a következő években várhatóan jelentkező kötelezettségekre, költségekre (garanciális kötelezettség, kezességvállalás, környezetvédelmi kötelezettségek) nyújt fedezetet.

A KKV szektor forrásszerkezetére általában kisebb arányban jellemző a céltartalék és a passzív időbeli elhatárolás ezért ezeket a forrás elemeket összevontan tüntettem fel az elemzésben.

A tőkeszerkezeti mutatók egy vállalkozás kockázatosságát mutatják meg. A vállalkozások működésének finanszírozását részben saját tőkéjük, részben idegen források biztosítják, a vállalkozás stabilitását és biztonságát is elsősorban a saját tőke nagysága jelzi. A saját tőkét elsősorban olyan tételek alkotják, amelyek jellemzően hosszú vagy korlátlan lejáratúak, vagy visszafizetési kötelezettséggel nem terheltek. Kötelezettségek viszont olyan szerződésekből eredő, pénzürtékben kifejezett elismert tartozások, amelyeket a hitelező már teljesített és a vállalkozó által elismert szállításhoz, szolgáltatáshoz, pénznyújtáshoz kapcsolódnak.

A Ptk.⁵ szerint a vállalkozások tulajdonosainak a vállalkozásuk működéséhez szükséges forrásokat (vagyon hozzájárulást) véglegesen átadott pénzeszközként és a veszteség pótlásához szükséges forrásokat pótbefizetéssel szükséges biztosítani. Az

⁵ 2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvről

átmeneti likviditási problémákat bankhitellel lehet kezelni. Ugyanakkor tapasztalatom szerint a KKV szektorban jellemző, hogy a társasági szerződést készítő ügyvéd már a cégalapítás pillanatában kizárja a tagoknak a pótbefizetés lehetőségét, ezért a mikroállalkozások a kötelező jogi képviselettel járó költséges (és szabályos) társasági szerződés módosítás, majd pótbefizetés eljárás helyett az esetek többségében a tagi kölcsön nyújtását alkalmazzák, a likviditási problémák rendezésére és a veszteségek pótlására is. A veszteségek pótlása esetén ez az eljárás azonban azt eredményezi, hogy a beszámolóban a kötelezettségek között jelenik meg a saját tőkelem, következésképpen nem biztosított a megbízható és valós összkép a beszámolóban. A fentiek alapján a forrásszerkezet és a kötelezettségek elemzése során azt feltételezem, hogy minden vizsgált vállalkozás a kötelezettségek között mutatta ki a tagi kölcsön állományát (amennyiben rendelkezett ilyen forrással), ezáltal a szabálytalanul készített beszámolókból képzett mutatószámok a vállalkozások tendenciáit nem torzították.

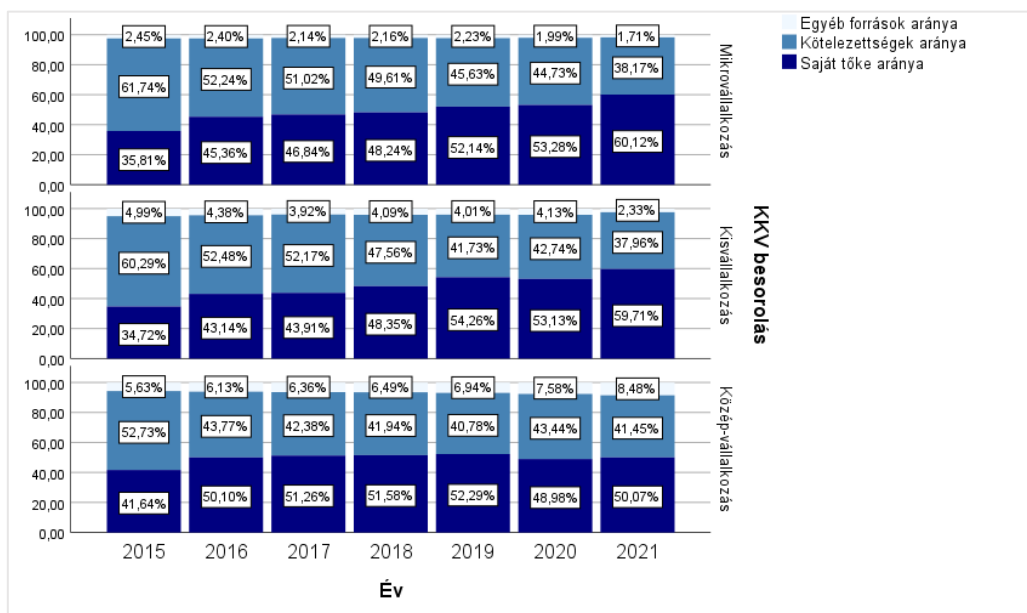
A források fő csoportjainak vizsgálata

A 10. ábra alapján, méret szerinti összehasonlításban megállapítható, hogy a mikroállalkozások és a kisvállalkozások közel azonos mértékben használják a saját forrásaikat a működésük finanszírozására. Ebben a két méretkategóriában a saját tőke arányban 2015-2021 között folyamatos növekedés volt jellemző, míg a közép-vállalkozások esetén ~50%-os részarányú állandóság figyelhető meg. A kötelezettségek arányát tekintve ennek megfelelően csökkenés volt megfigyelhető. A mikroállalkozások szinte minden vizsgált évben 2,0% körüli egyéb forrással rendelkeztek, míg a kisvállalkozások esetében ezek a források kétszer akkora értéket képviseltek. A közép-vállalkozások esetén 8-10%-os átlagos egyéb forrás részarány is megjelent a vizsgált vállalkozások adataiban.

Mindezekből arra lehet következtetni, hogy a mikroállalkozások nagy része mikrogazdálkodói kormányrendelet⁶ szerinti egyszerűsített éves beszámoló alapján teljesíti a beszámoló kötelezettségét, amely alapján elhatárolással csak a kettőnél több évet érintő gazdasági eseményeket kell nyilvántartásba venni. Ez egyben azt is jelenti, hogy a nagyobb vállalkozások működésében jobban előfordul olyan gazdasági esemény, amely kettőnél több üzleti évet érint, vagy olyan ügyletek, amelyek miatt az adózás előtti eredmény terhére (a saját tőke terhére) tartalékot kell képezni, amely várhatóan a következő években jelentkező

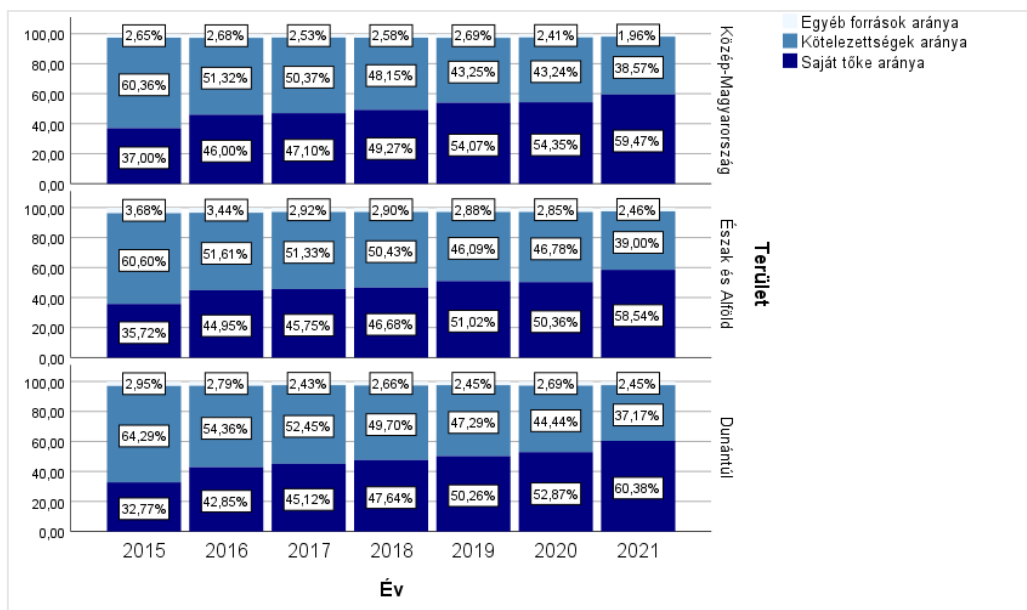
⁶ 398/2012. (XII. 20.) Korm. rendelet a mikrogazdálkodói egyszerűsített éves beszámolóról

kötelezettségekre, költségekre (garanciális kötelezettség, kezességvállalás, környezetvédelmi kötelezettségek) nyújt majd fedezetet.



10. ábra: A források méret szerinti megoszlása
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A 11. ábra alapján, statisztikai régiók szerinti összehasonlításban megállapítható, hogy a közép-magyarországi vállalkozások nagyobb mértékben használják a saját forrásaikat a működésük finanszírozására, mint a dunántúli vagy északi és alföldi vállalkozások. A források évenkénti megoszlása nem mutat jelentős eltérést az egyes statisztikai régiók szerinti kategóriákban. Az északi és alföldi vállalkozások saját tőke aránya a közép-magyarországi és a dunántúli vállalkozásokhoz hasonlóan változott, a vizsgált időszakban mindhárom területen szinte minden évben növekedés mutatkozott. A kötelezettségek átlagos arányában sincs jelentős eltérés a statisztikai régiók között, amiből arra lehet következtetni, hogy a vállalkozások hitel felvételi hajlandósága és képessége mindhárom területen hasonló. Mindhárom területen, minden vizsgált évben 1-3%-os részarányú egyéb forrással rendelkeztek a vállalkozások.



11. ábra: A források statisztikai régiók szerinti megoszlása
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A 12. ábra alapján, iparág szerinti összehasonlításban megállapítható, hogy az Információ-technológiai szolgáltatás ágazatba tartozó vállalkozások a vizsgált időszak elején majdnem kétszer akkora átlagos saját tőkével rendelkeztek, mint a Vendéglátás ágazatban működő vállalkozások. Ez azzal magyarázható, hogy az Információ-technológiai szolgáltatás ágazatban a vállalkozások működését alacsonyabb állandó költségek és magasabb változó költségek jellemzik, ami hozzájárulhat a magasabb jövedelmezőségükhöz és a nagyobb saját tőkéhez. Ezzel szemben a Vendéglátás ágazatban működő vállalkozásoknak magasabbak az állandó költségeik és a változó költségeiket is erősen befolyásolhatják a szezonális ingadozások, világjárványok és háborús helyzetek. Az Információ-technológiai szolgáltatás ágazatban működő vállalkozásoknak általában kisebb a kitétsége a fizikai vagy természeti kockázatoknak, amelyek befolyásolhatják a vendéglátóipar eredményes működését. A források évenkénti megoszlása is jelentős eltérést mutat az egyes iparágakban. Az Információ-technológiai szolgáltatás ágazatba tartozó vállalkozások már a bázis évben is magas saját tőke állománnyal rendelkeztek, amelyet 2016-ra tovább tudtak növelni és a már az így megnövekedett saját tőke arányt a teljes vizsgált időszakban 60,0% felett tudtak tartani. Ezzel szemben a Vendéglátás ágazatba tartozó vállalkozások esetében évenként 3-5%-os növekedés volt megfigyelhető. Az egyéb források részaránya ebben a megközelítésben is mindkét iparágban hasonló, minden évben 2-3%-os részarányt képviselt az összes forrásból.

TEÁOR [4] szerinti összehasonlítás alapján az Információ-technológiai szolgáltatás ágazatba tartozó vállalkozások mind a 4 vizsgált területen hasonló mértékben használták a saját forrásaikat a vállalkozások a működésük finanszírozására. A Vendéglátás ágazatba tartozó vállalkozásoknál ezzel szemben jelentős különbségek is jelentkeztek források összetételében. A saját tőke tekintetében mind a 4 területen növekedés volt megfigyelhető 2015-2019 között, amelyet 2020-ban minimális visszaesés, majd 2021-ben ismét növekedés követett. Az elemzés alapján elmondható, hogy az 5630-Italszolgáltatás területen működő vállalkozások rendelkeztek a legkisebb saját tőkével, míg az 5610-Éttermi, mozgó vendéglátás, 5621-Rendezvényi étkeztetés, 5629-Egyéb vendéglátás kategóriákban működő vállalkozások esetén hasonló tőkestruktúra rajzolódott ki. (6. melléklet)



12. ábra: A források iparág szerinti megoszlása
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A források fő csoportjainak vizsgálatát összefoglalva tehát a saját tőke tekintetében a méret, statisztikai régió és iparág dimenziók éves változásában a 2015-ös bázis évhez képest vagyont növekedés volt megfigyelhető. Általában jellemző, hogy a kötelezettség csökkenés a vállalkozások önfinanszírozási képességének, valamint a jövedelmezőségének a javulására és ezáltal a likviditási problémák mérséklődésére vezethető vissza, ezzel szemben a kötelezettség növekedésből a vállalkozás jövedelmezőségére és a likviditás romlására lehet következtetni. A magasabb saját tőke arány egyben azt is jelenti, hogy a vállalat jobban képes megfelelni a hosszú távú pénzügyi kötelezettségeinek és képes fenntartani a növekedést,

ezenkívül a magas saját tőke arány azt is jelentheti, hogy a vállalat nem használja ki megfelelően a lehetőségeit a befektetésre vagy növekedésre.

Az iparági elemzés során azonban bebizonyosodott, hogy a saját tőke évek közötti változása a Vendéglátás ágazatban működő vállalkozásoknál jelentkezett. Összességében azonban megállapítható, hogy 2021-ben a bázis évhez képest a vizsgált vállalkozások közül a közép-magyarországi Információ-technológiai szolgáltató mikro-vállalkozások tudtak a legnagyobb saját tőke arányt megtartani, ugyanakkor a dunántúli Vendéglátó kisvállalkozások kerültek a legkiszolgáltatottabb helyzetbe. A vizsgált vállalkozásokról megállapítható továbbá, hogy egyik dimenzióban sem rendelkeztek jelentős részarányú egyéb forrással (céltartalékkal vagy passzív időbeli elhatárolással), figyelembe véve azt, hogy a dunántúli, északi és alföldi Vendéglátó kisvállalkozások és a közép-vállalkozások esetén jelentek meg jobban ezek a források. A saját tőke aránya és a kötelezettségek aránya egymással ellentétesen mozog, ezért amikor a vállalkozásoknál vagyon növekedés volt megfigyelhető, akkor a kötelezettségek részaránya ezzel párhuzamosan csökkent, az egyéb források elhanyagolható mértékű változása mellett. A különböző méretű vállalkozások forrásszerkezetében összességében hasonlóságok figyelhetők meg, ahol a mikro-vállalkozásokra nagyobb részarányú saját tőke arány jellemző és statisztikai régiók szerinti csoportosítás esetén is csak jelentéktelen különbségek voltak azonosíthatóak. A méret és statisztikai régiók szerinti vizsgálatok eredményeivel ellentétben az iparág alapján megkülönböztetett vállalkozások tőkeszerkezetében domináns különbségeket figyelhettünk meg, amelyek méret és statisztikai régiók szerinti bontásban is megfigyelhetőek voltak. Mindebből arra következtethetünk, hogy a fő tevékenységi kör nagymértékben befolyásolja a vállalkozások tőkeszerkezetének alakulását. Az Információ-technológiai szolgáltató ágazat teljes kötelezettség állománya 2016-2021 között állandónak mondható, jelentős változás csak 2016-ban jelentkezett, ahol 48,78%-ról 35,70%-ra csökkent az állomány. Ezzel szemben a Vendéglátás ágazatban 2015-2021 között szinte minden évben kötelezettség csökkenés volt megfigyelhető.

A tőkeszerkezetre, a saját tőke és az kötelezettségek optimális arányára vonatkozó, általánosan elfogadható ajánlás nem adható, hiszen a jelen elemzésben vizsgált vállalkozások adatai is igazolják, hogy az iparág vagy a vállalkozás sajátosságai, vagyonstruktúrája befolyásolják az optimális forrásszerkezetet. Általánosságban érvényes az az elv, hogy minél nagyobb a saját tőke aránya, az annál kedvezőbb, ugyanakkor előfordulhatnak olyan esetek is, amikor a magasabb kötelezettség arány a kedvezőbb. A

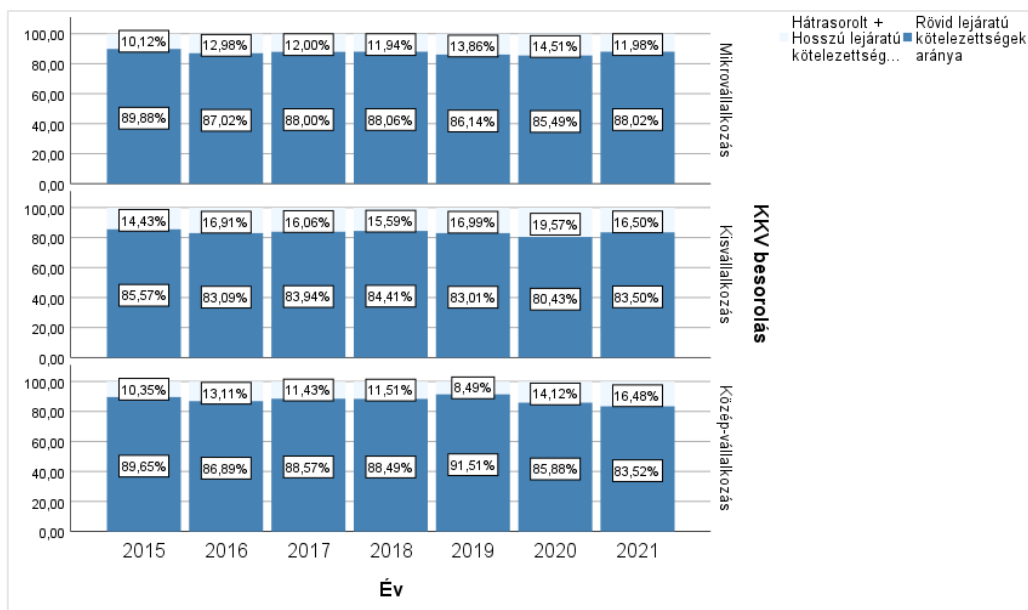
publikációk többsége szerint kívánatos, hogy a saját tőke aránya a források között 1/3-os részaránynál kisebb ne legyen, illetve más megközelítésben a kötelezettség állomány (főleg a bankhitelek és kölcsönök összege) a saját tőke 2-2,5 szeres értékét ne haladja meg. Az 1/3-os elvárt saját tőke arálynak a legtöbb vállalkozás 2015-2021 között méretenként és statisztikai régióként vizsgálva is megfelel, iparági vizsgálat tekintetében pedig csak a Vendéglátás ágazat vállalkozásai nem érik el ezt a részarányt a 2015-2016-os évben.

A kötelezettségek vizsgálata

Álláspontom szerint a hátrasorolt kötelezettségek között a mikrovállalkozások legtöbbször csak a tagi kölcsön állományt mutatják ki, amelyek a hitelfelvételhez szükséges tőkeszerkezeti és jövedelmezőségi mutatók kozmetikázása érdekében kerülnek átvezetésre a rövid lejáratú kötelezettségek közül, ezen kívül valós 5 éven túli kötelezettség állománnyal nem rendelkeznek. Ebből adódóan a hátrasorolt kötelezettségek és a hosszú lejáratú kötelezettségek arányát összevontan kezeltem a kötelezettségek vizsgálata során a kimutatásaimban.

A hazai KKV szektor vállalkozásainak a finanszírozási szerkezetére általában jellemző, hogy alacsony a számviteli értelemben vett hosszú lejáratú kötelezettségek aránya, miközben jelentős részarányt képvisel a rövid lejáratú és folyamatosan megújított hitelek vagy egyéb kötelezettségek aránya. Ez az általánosítás megfigyelhető a vizsgált vállalkozások adataiból is. (7. melléklet) A rövid lejáratú kötelezettségek arányában lényeges változás nem volt kimutatható, 3-5%-os ingadozás mellett minden évben 84-89% között mozgott a vizsgált időszak alatt. Ebből adódóan szinte minden évben 11-16%-os részarányt képvisel a hátrasorolt és a hosszú lejáratú kötelezettségek aránya. Nem meglepő módon a hátrasorolt és hosszú lejáratú kötelezettségek részaránya lényegesen alacsonyabb szintet mutatnak az összes kötelezettségen belül, miután a tartós források elérhetősége a KKV szektorban különösen korlátozott.

A vizsgált vállalkozásoknál méret szerinti elemzés alapján (13. ábra) megfigyelhető, hogy a nagyobb méretkategóriába sorolt kisvállalkozások esetén 5-7%-kal nagyobb mértékben jelenik meg a hátrasorolt és hosszú lejáratú kötelezettségek aránya. A rövid lejáratú kötelezettségek arányában lényeges változás nem volt kimutatható.



13. ábra: A kötelezettségek méret szerinti megoszlása
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

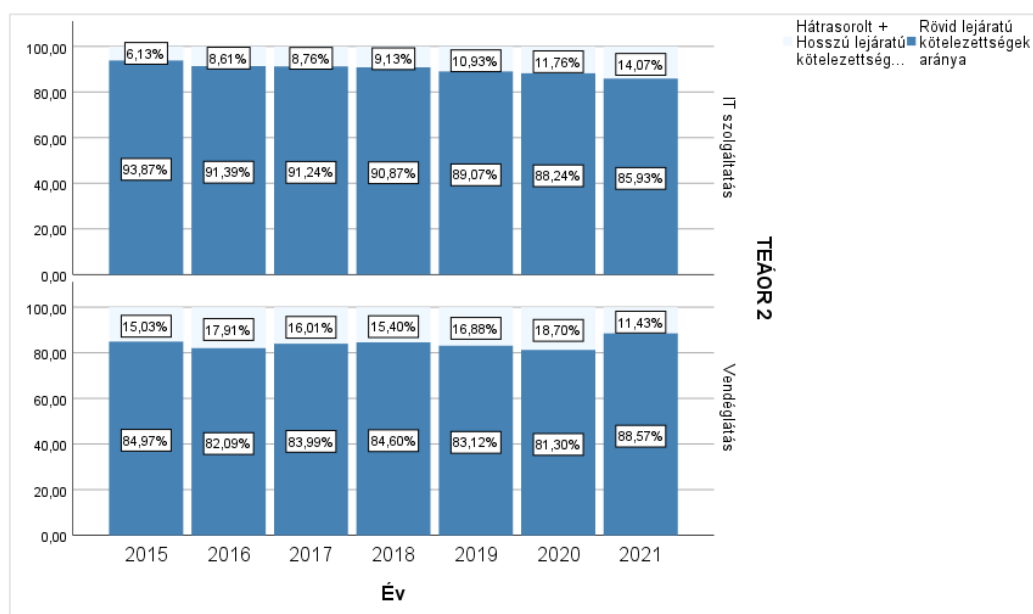
A 14. ábra alapján a kötelezettség részarányok statisztikai régióként vizsgálva sem térnek el jelentősen egymástól. Közép-Magyarországon a legmagasabb a rövid lejáratú kötelezettségek aránya 86-91%, majd ezt követik 82-87%-os részarányal a dunántúli, valamint az északi és alföldi vállalkozások. Mindhárom területen a rövid lejáratú kötelezettségek átlagos részarányában a vizsgált időszak alatt 1-3%-os ingadozás volt megfigyelhető.



14. ábra: A kötelezettségek statisztikai régiók szerinti megoszlása
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A kötelezettség részarányok Iparág szerinti megoszlása alapján (15. ábra) is a rövid lejáratú kötelezettségek vannak túlsúlyban a kötelezettségek között. Az Információ-technológiai szolgáltatás ágazat 2015-2020 között 6-9%-kal nagyobb rövid lejáratú kötelezettség állománnyal rendelkezett (88-93%), mint a Vendéglátás ágazat (81-88%). Mindkét iparágban a rövid lejáratú kötelezettségek arányában a vizsgált időszakban 1-3%-os ingadozás volt megfigyelhető évenként, egyedül a Vendéglátás ágazat vállalkozásainál jelentkezett 2021-ben több, mint 7%-os növekedés.

TEÁOR [4] szerinti összehasonlításban megállapítható, hogy az Információ-technológiai szolgáltatás ágazatba tartozó vállalkozásoknál mind a 4 vizsgált területen 3-5%-os ingadozás mellett hasonló részarányban jelentek meg a rövid lejáratú kötelezettségek a kötelezettségeik között. A Vendéglátás ágazatba tartozó vállalkozások kötelezettség szerkezete ezzel szemben eltéréseket mutatott. A legnagyobb rövid lejáratú kötelezettség állománnyal (89-94%) az 5621-Rendezvényi étkeztetés és az 5629-Egyéb vendéglátás vállalkozásai szerepeltek, míg az 5610-Éttermi, mozgó vendéglátás és az 5630-Italszolgáltatás területeken ugyanez a mutató 84-88%-ot jelzett. (8. melléklet)



15. ábra: A kötelezettségek iparág szerinti megoszlása
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A méret, statisztikai régió, iparág alapján történő elemzésekből kiderül, hogy miként alakult a kötelezettségek részaránya az egyes dimenziókban. Ezekből az információkból következtethetünk arra, hogy általánosnak tekinthetőek-e a megfigyelések, vagy a méret, statisztikai régió vagy iparág specifikus folyamatok eredménye áll a változás mögött.

Összességében elmondható, hogy lejárati alapján sem figyelhető meg extrém különbség az egyes méret, statisztikai régiók szerinti vagy iparági kategóriák szerinti kötelezettség szerkezetében (eltekintve a néhány százalékos évenkénti ingadozástól). Megállapítható továbbá, hogy a legtöbb évben 2015-2020 között a vizsgált vállalkozások közül a közép-magyarországi Információ-technológiai szolgáltató mikrovállalkozások rendelkeztek a legnagyobb rövid lejáratú kötelezettség részarányával, ugyanakkor az északi és alföldi Vendéglátó kisvállalkozások rendelkeztek a legkisebb rövid lejáratú kötelezettség részarányával. Álláspontom szerint az ilyen kötelezettség struktúrája, a Vendéglátás ágazat sajátosságához köthető, ugyanis a vendéglátó vállalkozások általában magas eszközállománnyal működnek, amelyeknek a hosszú távú finanszírozási igénye közismert. Ebben az ágazatban a vállalkozásoknál megfigyelhető, hogy lízingszerződések keretében szerzik be a tevékenységük folytatásához szükséges eszközöket, amelynek lejárata átlagosan meghaladja a 3 évet. Figyelemmel kell lenni továbbá arra is, hogy az illeszkedés elve szerint is ez a struktúra jelenti számukra a fenntartható működés zálogát.

4.1.2. A vállalkozások eszközszerkezetének az elemzése

Az eszközök között azokat a befektetett eszközöket, forgóeszközöket kell kimutatni, amelyeket a vállalkozó rendelkezésére, használatára bocsátottak, amelyek a gazdálkodók működését szolgálják, még akkor is, ha az eszközök tulajdonjoga csak meghatározott feltételek teljesítése után kerül át a vállalkozóhoz. Az eszközöket rendeltetésük, használatuk alapján tudjuk besorolni a befektetett vagy a forgóeszközök közé.

Főszabályként befektetett eszközként olyan eszközt szabad kimutatni, amelynek az a rendeltetése, hogy a tevékenységet, a működést tartósan szolgálja. A tartósság a pénzügyi számvitelben azt jelenti, hogy az eszköz a működést több mint egy évig szolgálja. A befektetett eszközök közé az immateriális javakat, a tárgyi eszközöket, a befektetett pénzügyi eszközöket kell besorolni.

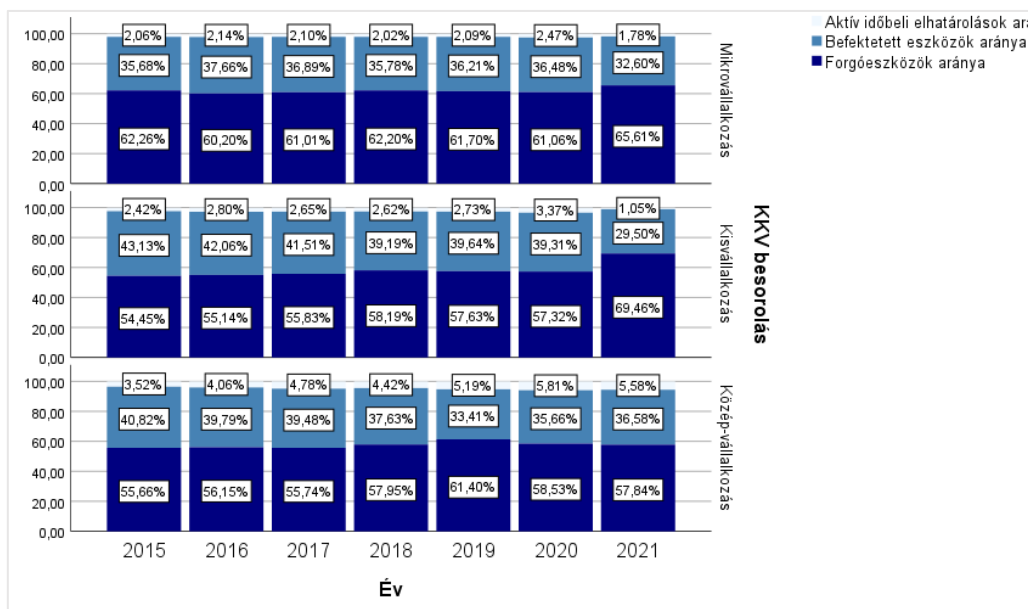
Ha az eszközök nem tartósan, tehát egy évet nem meghaladóan szolgálják a vállalkozó tevékenységét, akkor azok forgóeszköznek minősülnek. Ilyenek a készletek, a követelések, az értékpapírok, valamint a pénzeszközök.

Az eszközök harmadik csoportja egy elszámolástechnikai célokat szolgáló elem, az aktív időbeli elhatárolások. Az olyan gazdasági események kihatásait, amelyek két vagy több üzleti évet is érintenek, az adott időszak bevételei és költségei (ráfordításai) között olyan arányban kell elszámolni, ahogyan az, az alapul szolgáló időszak és az elszámolási időszak

között megoszlik. Annak érdekében, hogy megállapíthatóak legyenek az adott időszak bevételei, költségei, ráfordításai és ezen keresztül az adott időszak eredménye, korrekcióra, helyesbítő könyvelésre van szükség. Az aktív időbeli elhatárolások olyan helyesbítő könyvelések, amelyek a tárgyidőszak eredményét növelik. A források között megjelenő passzív időbeli elhatárolások pedig olyan helyesbítő könyvelések, amelyek a tárgyidőszak eredményét csökkentik.

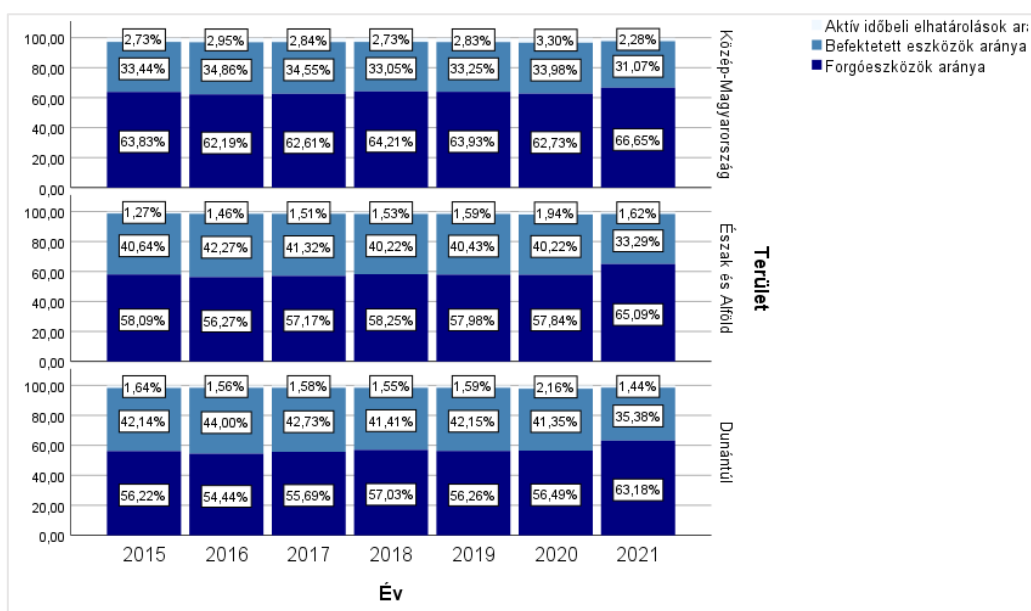
Az eszközök fő csoportjainak a vizsgálata

A 16. ábra alapján a méret szerinti összehasonlításban megállapítható, hogy a mikrovállalkozások szinte minden vizsgált évben nagyobb arányban mutattak ki forgóeszközöket az eszközeik között, mint a náluk nagyobb kategóriába tartozó kisvállalkozások és közép-vállalkozások. Az eszközök évenkénti megoszlása nem mutat jelentős eltérést az egyes méretkategóriákban. A közép-vállalkozások forgóeszköz részarányában a kisebb vállalkozásoktól eltérően évenként 1-3%-os ingadozás volt felfedezhető. Az aktív időbeli elhatárolások tekintetében sincs jelentős változás, az évenként jelentkező ingadozás a mikrovállalkozások és a kisvállalkozások tekintetében az esetek többségében 0,5% alatti, a közép-vállalkozások tekintetében pedig 1-3% körüli átlagos változást jelentett.



16. ábra: Az eszközök méret szerinti megoszlása
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A 17. ábra alapján, statisztikai régiók szerinti összehasonlításban megállapítható, hogy a Közép-Magyarország statisztikai régióba tartozó vállalkozások nagyobb mértékben rendelkeztek forgóeszközökkel, mint a Dunántúl statisztikai régióba vagy Észak és Alföld statisztikai régióba tartozó vállalkozások. Az eszközök évenkénti megoszlása nem mutat jelentős eltérést, mindhárom területen a vállalkozások forgóeszköz részaránya 2015-2021 között 1-2%-os ingadozás mellett állandónak tekinthető. Az aktív időbeli elhatárolások tekintetében sincs jelentős változás, az évenként jelentkező ingadozás a mindhárom statisztikai régió tekintetében 0,5% alatti átlagos változást jelentett. A közép-magyarországi vállalkozások esetében ez az eszköz ~3% mértékű, míg az egyéb területen működő vállalkozások esetében ~1,5%-os értéket képviselt.

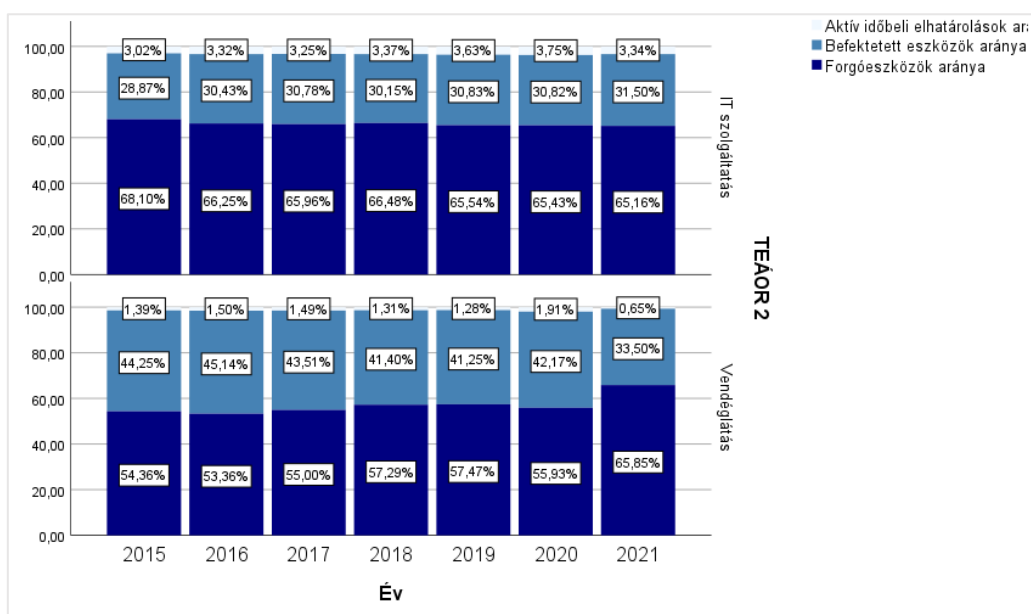


17. ábra: Az eszközök statisztikai régiók szerinti megoszlása
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A 18. ábra alapján, iparág szerinti összehasonlításban megállapítható, hogy az Információ-technológiai szolgáltatás ágazat vállalkozásai évenként 8-13%-kal nagyobb arányban rendelkeztek forgóeszközökkel, mint a Vendéglátás ágazat kategóriába tartozó vállalkozások. Az eszközök évenkénti megoszlása ebben a megközelítésben sem mutat jelentős eltérést, továbbá az aktív időbeli elhatárolások részaránya sem jelentős. Az Információ-technológiai szolgáltatás ágazatban ~3%-os részarány, míg a Vendéglátás ágazatban 1,5%-os részarány volt jellemző évenként.

TEÁOR [4] szerinti összehasonlításban megállapítható, hogy az Információ-technológiai szolgáltatás ágazatba tartozó vállalkozások mind a 4 vizsgált területen hasonló

mértékben mutattak ki forgóeszközöket a beszámolókbán. Mind a 4 területen a forgóeszközök részarányának évenkénti minimális csökkenése figyelhető meg az aktív időbeli elhatárolások elhanyagolható mértékű részarány változása mellett. A Vendéglátás ágazatba tartozó vállalkozások közül az 5629-Egyéb vendéglátás területen jelentkezett magasabb (63-66%) forgóeszköz részarány. A 5621-Rendezvényi étkeztetés, az 5630-Italszolgáltatás és az 5610-Éttermi mozgó vendéglátás területen működő vállalkozások a legtöbb esetben valamivel alacsonyabb 52-63% közötti forgóeszköz részarányal rendelkeztek. 2021-re a bázis évhez képest minden területen néhány százalékos forgóeszköz részarány növekedés volt megfigyelhető az aktív időbeli elhatárolások elhanyagolható mértékű részarány változása mellett. (9. melléklet)



18. ábra: Az eszközök iparág szerinti megoszlása
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A befektetett eszközök arányának növekedése egy vállalatban általában pozitív jelzéseként értékelhető, amennyiben olyan fejlesztő beruházások valósultak meg a vállalkozás életében, amelyeket a jövőbeni termelés mennyiségi vagy minőségi javítása indokolt. Ez azt jelzi, hogy a vállalat egyre több erőforrást helyez a működésének támogatására, fejlesztésére, valamint bővítésére, vagyis a vállalat hosszú távú beruházásokat hajt végre, ami hosszú távon a vállalat értékének növekedéséhez vezethet. Azonban fontos megjegyezni, hogy az eszközök arányának növekedése önmagában nem feltétlenül jelenti a vállalat gazdasági teljesítményének javulását. Ha a vállalat az eszközöket nem használja hatékonyan, vagy nem megfelelően tervezi meg azokat, akkor a növekvő eszközállomány csak felesleges

kiadásokat és költségeket eredményezhet. Egyúttal ennek növekedése arra is felhívja a figyelmet, hogy a termelés állandó költségeivel a jövőben fokozottabb mértékben kell számolni. Ezért az eszközök arányának növekedését mindig a vállalat teljesítményének, jövedelmezőségének kontextusában kell értékelni. Ha a vállalat növekvő eszközállománnyal rendelkezik, amelyet hatékonyan használ, akkor ez pozitív jelzés lehet a vállalat jövőbeli növekedési lehetőségeire nézve. A KKV szektor vizsgálata során figyelemmel kell lenni arra is, hogy ebbe a szektorba tartozó vállalkozások ritkán rendelkeznek befektetett pénzügyi eszközökkel vagy nagy értékű immateriális javakkal, ebből adódóan a Vendéglátó és az Információ-technológiai szolgáltatás ágazatokban a befektetett eszközöket jellemzően a működéshez szükséges kisebb értékű tárgyi eszközök adják. Tapasztalataim szerint azok a vállalkozások, amelyek a KKV szektorba tartoznak és rendelkeznek nagy értékű ingatlannal vagy nagy értékű immateriális jószággal (szellemi termékkel vagy vagyoni értékű joggal), már tudatosabban választják meg a vállalkozásaik tőkeszerkezetét, valamint és a nagy értékű vagyonelemeket biztonsági okokból cégcsoporton belüli vagyongekezelő társaságba szervezik és csak az üzemeltetés jogát adják át havi díjas szolgáltatásként a kockázatos működésű társaságoknak.

Az eszközök fő csoportjainak vizsgálatát összefoglalva tehát a forgóeszközök tekintetében a méret, statisztikai régió és iparág dimenziók éves változásában 2015-2021 között jelentős változás nem volt megfigyelhető, azzal, hogy az Információ-technológiai szolgáltatás ágazatban működő vállalkozások forgóeszköz részaránya néhány százalékkal nagyobb arányt képvisel az összes eszköz között, a Vendéglátás ágazatban működő vállalkozásokétól. A befektetett eszközök változatlan adataiból arra lehet következtetni, hogy a vizsgált vállalkozások működésük során leginkább olyan kis értékű⁷ beruházásokat valósítottak meg, amelyeket azonnal elszámoltak költségként, így a mérlegben nettó értékűként azok már nem jelentek meg. Abban az esetben sem jelenik meg a befektetett eszközök között változás, ha már olyan elhasználdott eszközöket használnak a vállalkozások az üzemszerű működés során, amelyeket már a számviteli törvény előírásainak megfelelően használatba vettek és értékcsökkenési leírás formájában már nullára leírtak, azonban álláspontom szerint ez a technika inkább a forrásszegény vállalkozásokra jellemző (pl.: agrár vállalkozások).

⁷ 200 ezer forint egyedi bekerülési érték alatti vagyoni értékű jogok, szellemi termékek, tárgyi eszközök

A forgóeszközök arányának növekedése azt jelzi, hogy a vállalkozás jobban képes kihasználni a rendelkezésre álló erőforrásait a rövid távon. Ez pozitív jele lehet annak, hogy a vállalkozás hatékonyan működik, és képes kezelni a likviditási kockázatokat, A forgóeszközök arányának növekedése akkor értékelhető pozitívan, ha az olyan eszközök beszerzéséből adódik, amellyel javul a vállalkozás rugalmassága és alkalmazkodó képessége a termelésben és a külső környezeti igények tekintetében.

Összességében megállapítható, hogy az esetek többségében a vizsgált vállalkozások közül a közép-magyarországi Információ-technológiai szolgáltató mikro- és kisvállalkozások rendelkeztek a legnagyobb forgóeszköz aránnyal és a dunántúli Vendéglátó kisvállalkozások rendelkeztek a legnagyobb befektetett eszköz aránnyal. A vizsgált vállalkozásokról megállapítható továbbá, hogy egyik dimenzióban sem rendelkeztek jelentős részarányú aktív időbeli elhatárolással, figyelembe véve azt, hogy a közép-magyarországi Információ-technológiai szolgáltató kisvállalkozások és a közép-vállalkozások esetén jelentek meg jobban ezek az eszközök.

A befektetett eszközök aránya és a forgóeszközök aránya egymással ellentétesen mozog, ezért amikor a vállalkozásoknál befektetett eszköz részarány növekedés volt megfigyelhető, akkor a forgóeszközök részaránya ezzel párhuzamosan csökkent, az aktív időbeli elhatárolások elhanyagolható mértékű változása mellett. Az eszközállomány bővülése a kedvező kondíciójú hitelek fokozottabb igénybevételére vezethető vissza, ezért érdemes kapcsolatot keresni a jövedelmezőség és az ágazatba kihelyezett hitelállomány volumene között is. Mindezekből arra következtethetünk, hogy a méret, a statisztikai régiók szerinti elhelyezkedés, valamint az iparág is befolyásolja a vállalkozások eszközstruktúrájának alakulását.

4.1.3. Az eszközök és a források összehasonlító elemzése

A források és az eszközök külön vizsgálata vertikális elemzést biztosító mutatók mellett használatosak a horizontális mutatók is, melyek a vállalkozás vagyonát és annak finanszírozását, azaz az eszközöket és a forrásokat állítják egymással szembe és elemzik különböző szempontok szerint. Jellemzően ebbe az elemzési eszköztárba tartoznak az adósságállomány és a likviditási mutatók, a jövedelmezőségi és hatékonysági mutatók.

A likviditás vizsgálata

A likviditás vizsgálata során a vállalkozások pénzügyi helyzetét értékeljük, hogy meghatározzuk, mennyire képesek a kötelezettségeiknek eleget tenni, és milyen rövid távú pénzügyi kockázatokkal kell szembenézniük. Ez a vizsgálat kulcsfontosságú a vállalkozások stabilitásának és hosszú távú sikereinek biztosításához. Egy vállalkozás akkor felel meg a likviditás követelményének, ha az esedékes fizetési kötelezettségeinek időben és folyamatosan eleget tud tenni. A likviditási kockázat pedig azt a veszélyt jelzi, hogy az éppen esedékes kötelezettségek teljesítéséhez szükséges pénzeszközök hiánya miatt a vállalkozás rákényszerül arra, hogy kedvezőtlen feltételek mellett értékesítsen eszközöket vagy szerezzen pótlólagos forrásokat, ez pedig rontja a vállalat jövedelmezőségét.

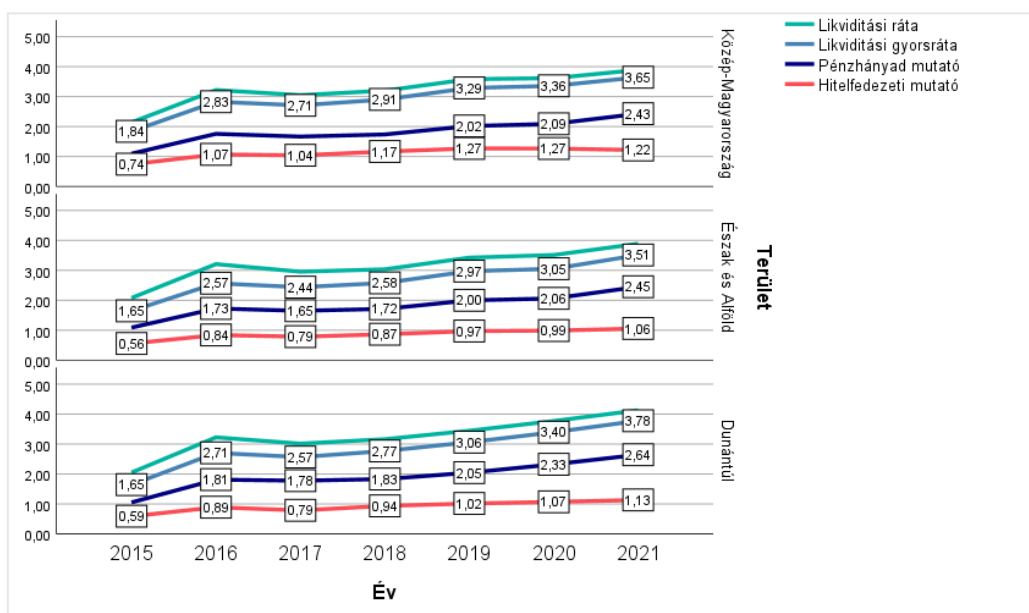


19. ábra: Az átlagos likviditási mutatók értékeinek változása méretenkénti bontásban
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A likviditási ráta, likviditási gyorsráta a pénzhányad mutató és a hitelfedezeti mutatók értékeinek az évenkénti változásait méret, statisztikai régió és iparág szinten is megvizsgáltam. A likviditási mutatók átlagos értékei alapján látható, hogy mindhárom méretkategóriában az esetek többségében a rendelkezésre álló forgóeszközök aránya meghaladta a rövid lejáratú kötelezettségek arányát, továbbá a vizsgált vállalkozások 2021-re a bázis évhez képest növelni tudták a likviditásukat. A méret szerinti vizsgálatból megállapítható, hogy a mikrovállalkozások minden mutató alapján nagyobb likviditással rendelkeztek, mint a kis és középvállalkozások, amely arra enged következtetni, hogy a

mintában szereplő mikrovállalkozások nem foglalkoznak tudatosan a vállalkozás finanszírozással és sok esetben a saját forrásaikra támaszkodnak annak ellenére is, hogy a túl nagy pénzkészlet tartásának nagy a feláldozott haszna. A hitelfedezeti mutató tekintetében egyedül 2015-ben fordult elő, hogy a követelések nem nyújtottak fedezetet a rövid lejáratú kötelezettségek legnagyobb részére. (19. ábra)

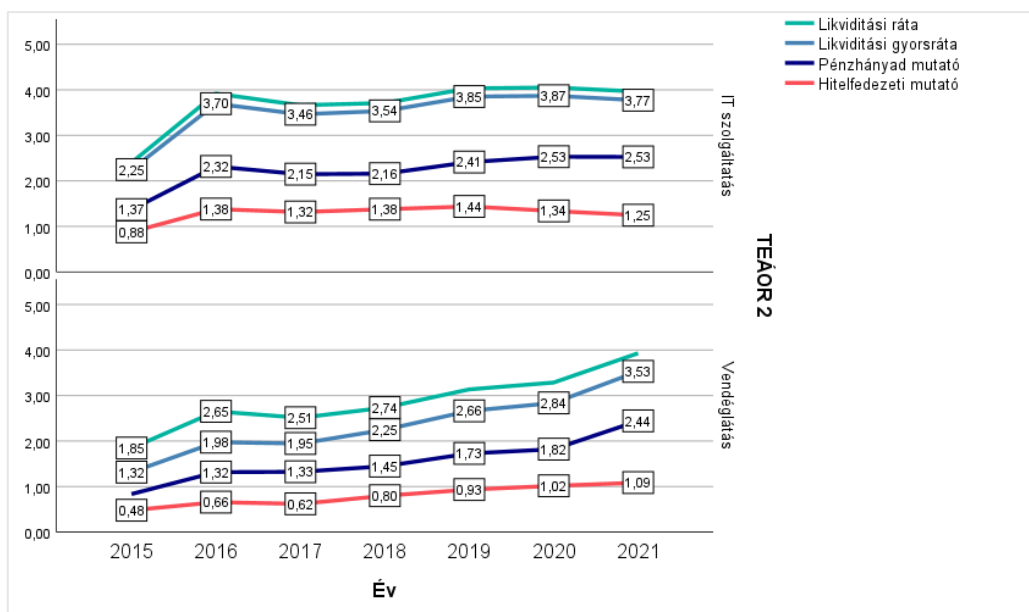
A likviditási mutatók statisztikai régiók szerinti vizsgálata alapján látható, hogy mindhárom területen az esetek többségében a rendelkezésre álló forgóeszközök aránya meghaladta a rövid lejáratú kötelezettségek arányát, továbbá a vizsgált vállalkozások 2021-re a bázis évhez képest ebben a megközelítésben is növelni tudták a likviditásukat. A statisztikai régiók szerinti vizsgálatból megállapítható, hogy a közép-magyarországi vállalkozások minden mutató alapján nagyobb likviditással rendelkeztek, mint a dunántúli vagy északi és alföldi vállalkozások. A hitelfedezeti mutató tekintetében a közép-magyarországi vállalkozásoknál egyedül 2015-ben fordult elő, hogy a követelések nem nyújtottak fedezetet a rövid lejáratú kötelezettségekre, ezzel szemben a dunántúli, valamint az északi és alföldi vállalkozások átlagos hitelfedezeti mutatói 2015-2018 között egy alatti értéket mutattak, ami azt jelenti, hogy a követelések nem fedezték a rövid lejáratú kötelezettségeket. (20. ábra)



20. ábra: Az átlagos likviditási mutatók értékeinek változása statisztikai régiókénti bontásban
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A likviditási mutatókat a két ágazatot vizsgálva megállapítható, hogy az Információ-technológiai szolgáltatás ágazatban az esetek többségében a rendelkezésre álló

forgóeszközök aránya meghaladta a rövid lejáratú kötelezettségek arányát, ugyanakkor a Vendéglátás ágazatban ez az állítás már csak a hitelfedezeti mutató kivételével igaz. Ebben a megközelítésben is jellemző, hogy a vizsgált vállalkozások minimális ingadozás mellett folyamatosan növelni tudták a likviditásukat. A két ágazat vizsgálatból megállapítható továbbá, hogy az Információ-technológiai szolgáltatás ágazatban működő vállalkozások minden mutató alapján nagyobb likviditással rendelkeztek, mint a Vendéglátás ágazatba tartozó vállalkozások. Ez a különbség azzal magyarázható, hogy az IT szolgáltatások iránti kereslet általában kevésbé konjunktúra-érzékeny, mivel a digitalizáció és a technológiai fejlődés folyamatosan növekvő igényt generál, valamint gyakran jobban hozzáférnek a kockázati tőkéhez és egyéb külső finanszírozási forrásokhoz, részben a magas várható hozamok és a skálázható üzleti modellek miatt. Ezzel szemben a vendéglátóipari vállalkozások finanszírozása gyakran korlátozottabb, mert alacsonyabb hozamot ígérnek és sokkal érzékenyebbek a gazdasági ciklusokra és a szezonális ingadozásokra, amelyek likviditási problémákat okozhatnak. A hitelfedezeti mutató tekintetében az IT szolgáltató vállalkozásoknál egyedül 2015-ben fordult elő, hogy a követelések nem nyújtottak fedezetet a rövid lejáratú kötelezettségekre, ezzel szemben a Vendéglátás ágazatban működő vállalkozások átlagos hitelfedezeti mutatói 2015-2019 között egy alatti értéket mutattak, ami azt jelenti, hogy a követelések nem fedezték a rövid lejáratú kötelezettségeket. (21. ábra)

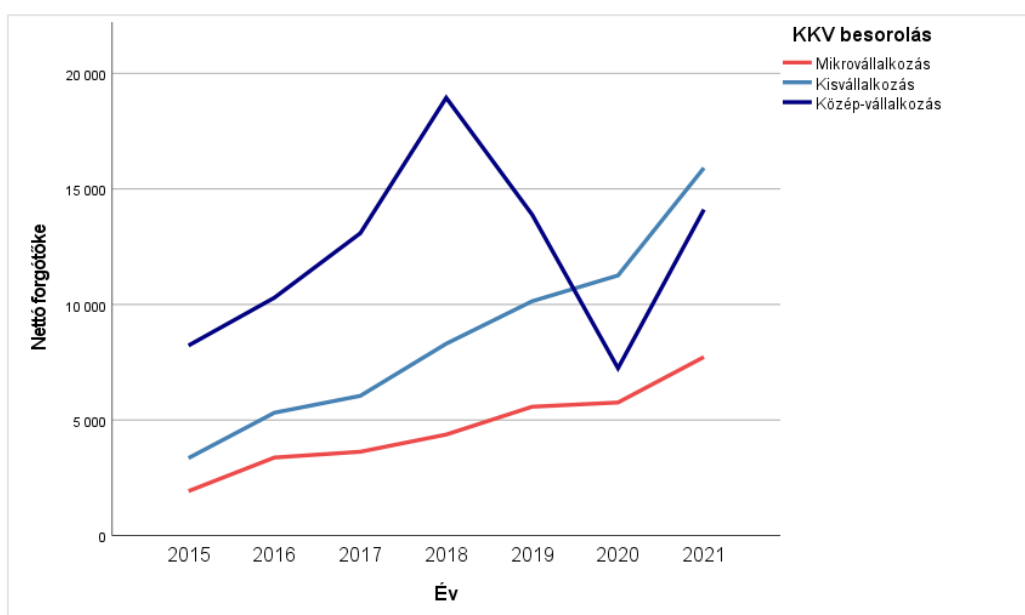


21. ábra: Az átlagos likviditási mutatók értékeinek változása iparágankénti bontásban
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A nettó forgótőke vizsgálata

A vállalkozások finanszírozása a koronavírus világjárvány és háborús helyzetek következtében napjaink sarkalatos témája, azonban mégis kevés szakirodalom és kutatás létezik arról hazai szinten, hogy a magyar KKV szektor hogyan és milyen módon finanszírozza a működését, vagy milyen finanszírozási stratégiák jellemző rájuk.

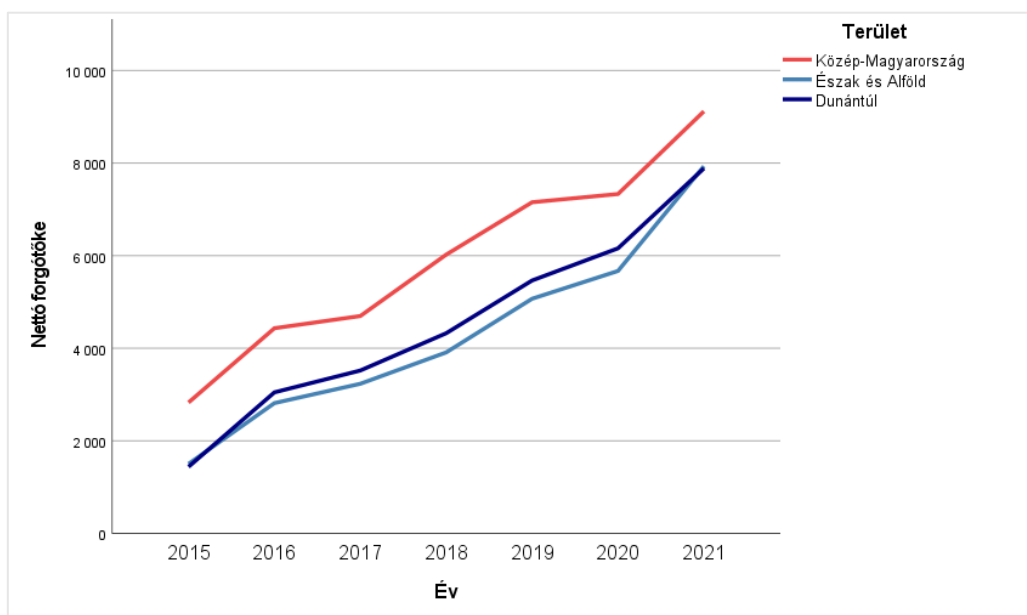
A forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek állományának különbségéből számíthatjuk ki a nettó forgótőkét, amely meghatározza a vállalkozás finanszírozási stratégiáját. A nettó forgótőke tehát a forgóeszközök azon állományértéke, amelyhez a vállalat hosszú lejáratú, vagy lejárat nélküli forrásokat rendel vagy más megfogalmazásban a tartós forrásokkal finanszírozott forgóeszköz. Általános szabályként értelmezhető, hogy ha a nettó forgótőke értéke pozitív, akkor az kedvező a vállalkozás szempontjából, mert forgóeszközeinek egy részét képes tartós forrásokból finanszírozni. Ezzel szemben kedvezőtlen az a helyzet, ha a nettó forgótőke értéke negatív, mert ebben az esetben a vállalkozás kénytelen a befektetett eszközök egy részét rövid lejáratú kötelezettségekből finanszírozni, tehát a forgóeszközök nem adnak megfelelő fedezetet a rövid lejáratú kötelezettségek rendezésére. Tekintettel arra, hogy a tartós forgóeszközlektésre vonatkozó adatok nem jelennek meg a beszámoló adatokban (különös tekintettel a mikrogazdálkodói beszámolóknban), csak a nettó forgótőke negatív értéke esetén tudjuk egyértelműen meghatározni a vállalkozás agresszív finanszírozási stratégiáját.



22. ábra: Az átlagos nettó forgótőke értékének változása méretenkénti bontásban
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

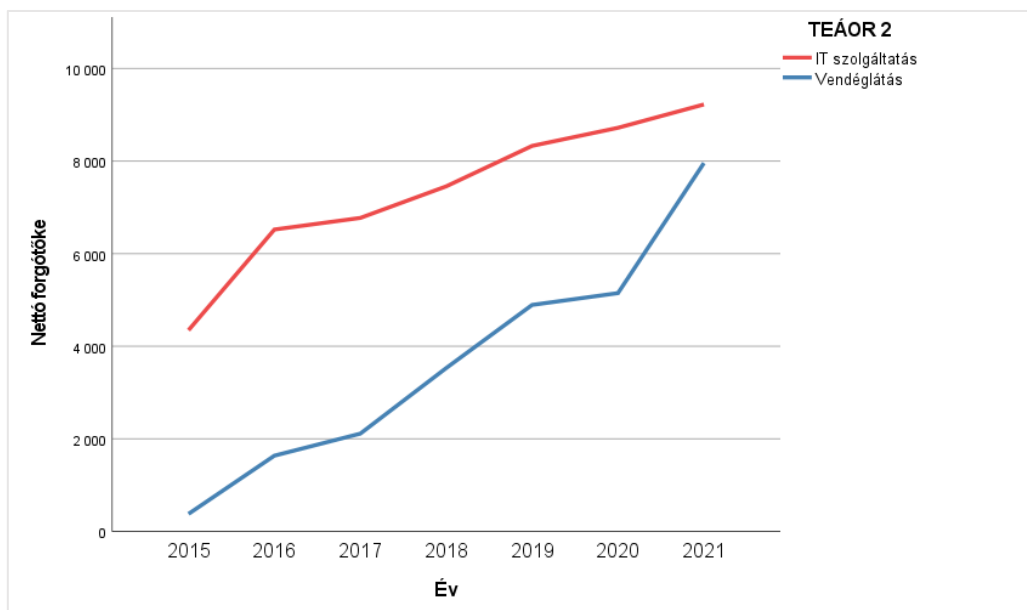
A vállalkozások méret szerinti átlagos nettó forgótőke állományát vizsgálva látható, hogy a mikrovállalkozások és a kisvállalkozások esetén a teljes időszak alatt folyamatosan növekvő, pozitív értékek jelentek meg, amiből az következik, hogy ezek a vállalkozások a forgóeszközök egy részét tartós forrásokból tudták finanszírozni. 2021-ben a bázis évhez képest minden méretkategóriában növekedés volt megfigyelhető, ugyanakkor a közép-vállalkozásoknál 2019-ben és 2020-ban visszaesés is jelentkezett. (22. ábra)

A vállalkozások statisztikai régiók szerinti átlagos nettó forgótőke állományát vizsgálva látható, hogy mindhárom területen a teljes időszak alatt folyamatosan növekvő, pozitív értékek jelentek meg, amelyből a közép-magyarországi vállalkozások átlagos nettó forgótőke értéke valamivel megelőzi a dunántúli, valamint az északi és alföldi vállalkozásokét, de a megfigyelhető tendencia mindhárom területen hasonló. (23. ábra)



23. ábra: Az átlagos nettó forgótőke értékének változása statisztikai régiókénti bontásban
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

Iparág szerinti összehasonlításban a 24. ábra alapján látható, hogy az Információ-technológiai szolgáltató ágazatba tartozó vállalkozások átlagos nettó forgótőke aránya magasabb a Vendéglátás ágazatban működő vállalkozásokétól, ugyanakkor mindkét ágazatban a teljes időszak alatt folyamatos növekedés mellett pozitív értékek jelentkeztek, tehát a forgóeszközök nyújtottak fedezetet a rövid lejáratú kötelezettségeikre, ebben a megközelítésben is szolid finanszírozás jellemzi a vállalkozások a gazdálkodását.



24. ábra: Az átlagos nettó forgótőke értékének változása iparágankénti bontásban
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A korábbi fejezetekben már bemutatásra került évenkénti bontásban, méret, statisztikai régió és iparág szerinti csoportosításban a vizsgált vállalkozások eszköz- és forrásstruktúrája, amely alapján kirajzolódott, hogy 2015-2021 között méret, statisztikai régió és iparág szerint a vállalkozások forgóeszközeiben nem következett be jelentős változás, ugyanakkor a források elemzése alapján folyamatos kötelezettség csökkenés volt megfigyelhető. Figyelembe véve, hogy a kötelezettségek állománya 85-90%-ban rövid lejáratú kötelezettségből állt, már feltételezni lehetett a nettó forgótőke javuló tendenciáit, amelyet ebben a fejezetben diagramon ábrázolva is igazolni tudtam.

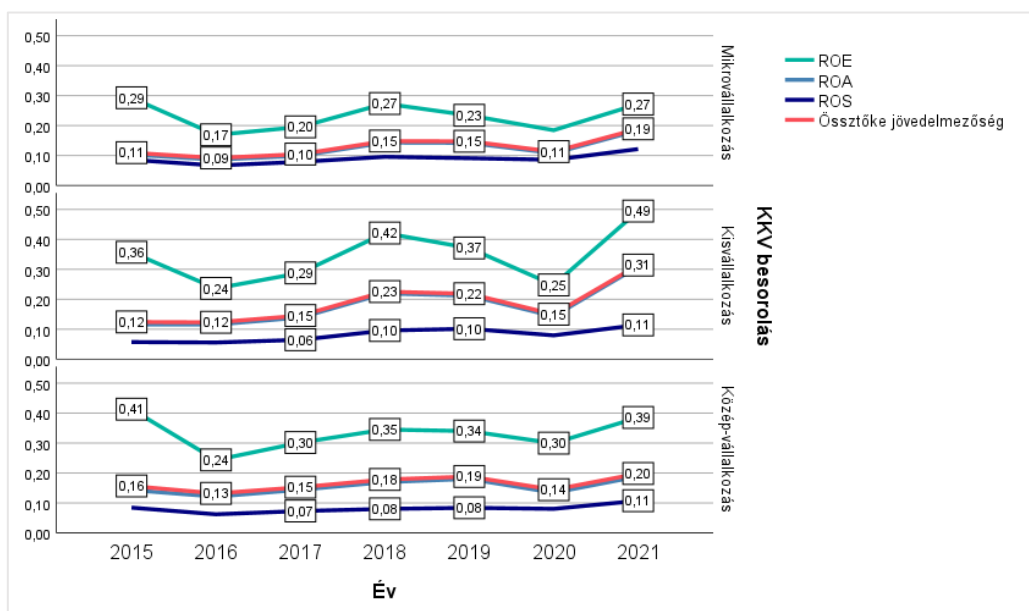
Összefoglalva tehát elmondható, hogy az átlagos nettó forgótőke állomány adatai alapján egyik dimenzióban sem jelentkezett agresszív finanszírozási stratégia. A legkisebb nettó átlagos forgótőke állománnyal a dunántúli, valamint az északi és alföldi Vendéglátó mikro- és kisvállalkozások rendelkeztek, ugyanakkor a nettó forgótőkét tekintve az IT szolgáltatás területen működő, közép-magyarországi kisvállalkozások tudtak a legnagyobb növekedést elérni. A fenti eredmények arról árulkodnak, hogy a KKV-szektor vállalkozásai a finanszírozási szerkezetüket inkább rövid lejáratú hitelekre, szállítói finanszírozásra alapozzák, mint a tartósabb, hosszabb lejáratú forrásokra, ami viszont azt jelenti, hogy a mintába bevont vállalkozások jelentős saját tőkével rendelkeznek, azaz nem szorulnak külső, elsősorban hitel jellegű forrásokra, mivel a saját tőkéjük elegendő forrást biztosít mind a működésre, mind a beruházásra. Jelentheti továbbá azt is, hogy a vizsgált vállalkozásoknak

alig vannak beruházásaik, vagy nincsenek jelentős összeget képviselő befektetéseik és ebből adódóan nincs szükségük külső forrásra, vagy a vállalkozások egyáltalán nem irányítják tudatosan a finanszírozásukat, ami miatt finanszírozási stratégiát se választanak.

A jövedelmezőség vizsgálata

Az eszközarányos jövedelmezőség (ROA), a saját tőke arányos jövedelmezőség (ROE), az árbevétel arányos jövedelmezőség (ROS), illetve az osztóke jövedelmezőség mutatók értékeinek változásait méret, statisztikai régió és iparág szinten is megvizsgáltam, azonban az eredmények értékelésekor - miután a ROS és a ROA minden dimenzióban hasonló értékeket vett fel, mint az osztóke jövedelmezőség - a vállalkozások jövedelmezőségének vizsgálata során az osztóke és a saját tőke jövedelmezőségének elemzésére fordítottam nagyobb hangsúlyt.

A jövedelmezőség mutatók a vizsgált időszakban, illetve a vizsgált vállalkozói körben, méret és statisztikai régió alapon a legtöbb esetben hasonló irányú, de eltérő mértékű változást mutatott. A vállalkozásokat minden évben – jelentős ingadozás mellett - pozitív átlagos jövedelmezőség jellemezte minden jövedelmezési mutató tekintetében.

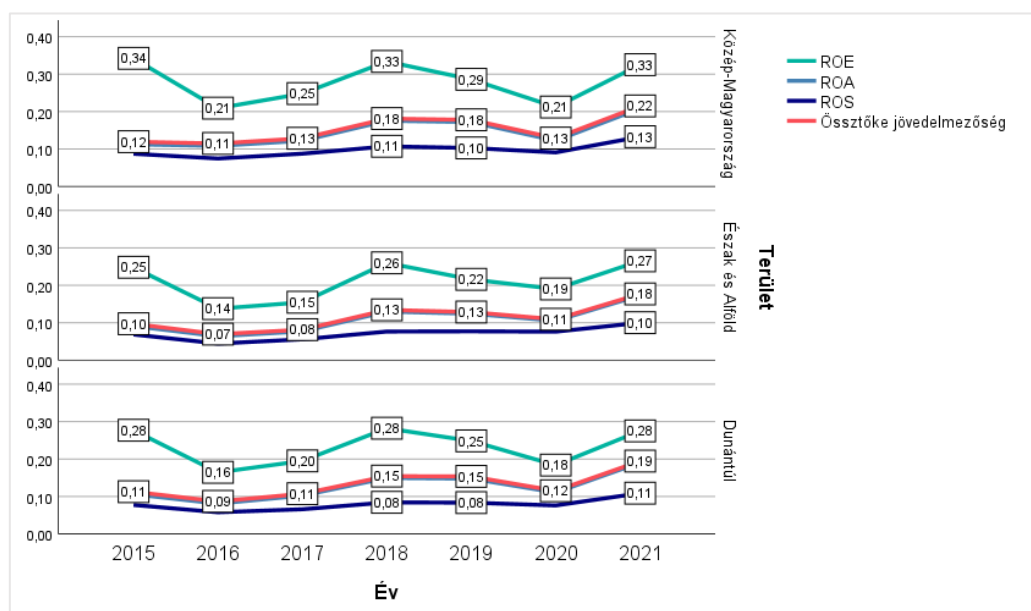


25. ábra: Az átlagos jövedelmezési mutatók értékeinek változása méretekenkénti bontásban (Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

Méret szerinti vizsgálat alapján az egyes évek közötti változások irányában, tendenciájában együtt mozgás volt tapasztalható, bár a változások mértéke differenciált. Megfigyelhető továbbá, hogy a mikrovállalkozások jövedelmezősége minden mutató tekintetében

valamivel alacsonyabb értéket mutatott, mint a kis és középvállalkozás méretkategóriákba tartozó vállalkozásoké. Az adatokból jól kirajzolódik, hogy a vállalkozások jövedelmezőségében 2020-ban nagymértékű visszaesés történt, amelyet 2021-ben a korábbi időszakot is meghaladó mértékű javulás követett. A legnagyobb eredményt a kisvállalkozások és közép-vállalkozások tudták elérni. (25. ábra)

A 26. ábra alapján, az egyes statisztikai régiók tekintetében az évek közötti változások irányában, tendenciájában hasonlóság figyelhető meg a méret szerinti vizsgálathoz, bár a változások mértéke ebben a dimenzióban is differenciált. A vizsgált időszakban a legyengébb átlagos jövedelmezőséget az északi és alföldi vállalkozások mutatták fel, a legmagasabb értékekkel pedig a közép-magyarországi vállalkozások voltak jellemezhetőek.

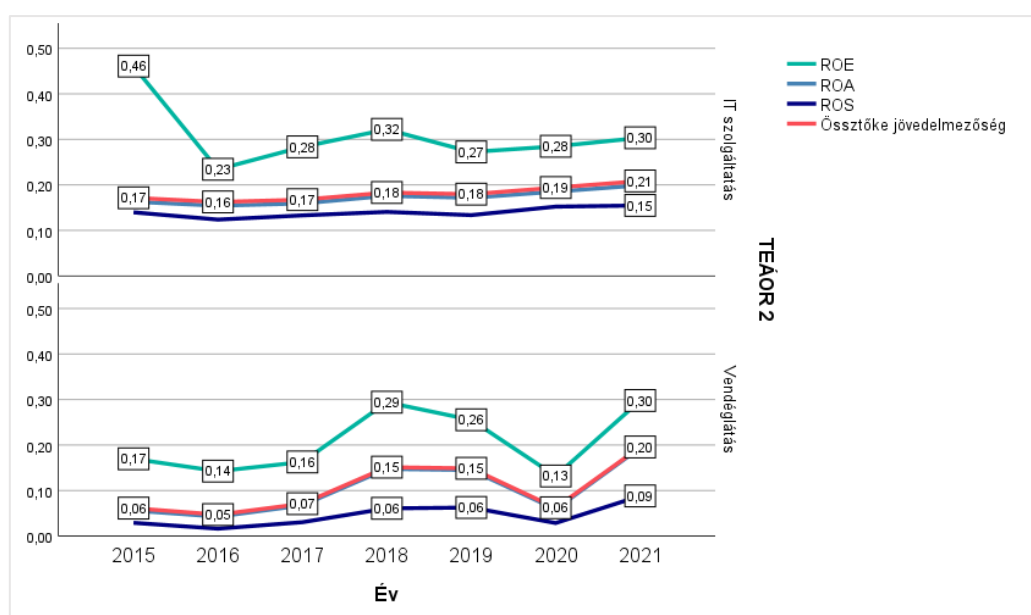


26. ábra: Az átlagos jövedelmezőségi mutatók értékeinek változása statisztikai régiókénti bontásban
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

Az iparági eredmények alapján azonban láthatóvá vált, hogy az Információ-technológiai szolgáltató ágazat vállalkozásai mind a négy mutató tekintetében meg tudták tartani a vizsgált időszakban a jövedelmezőségi szintjüket, míg a Vendéglátás ágazatban jelentős ingadozások történtek. 2015-2018 között növekedés jellemezte a jövedelmezőségüket, amely 2020-ra a korábbi szint alá süllyedt. 2021-ben a koronavírus világjárvány helyzetének javulásával Magyarországon is lazítottak a korlátozásokon, továbbá a digitalizáció és az online jelenlét növekedése lehetővé tette a Vendéglátó vállalkozásoknak az online

értékesítés és a digitális marketing hatékonyabb kihasználását, amelynek eredményeként nőtt a Vendéglátó ágazat forgalma, ami pozitív hatással volt a jövedelmezőségre.

A források fő csoportjainak vizsgálata részben bemutatott kötelezettség arány és a vállalkozások jövedelmezősége között – a vizsgált minta alapján – nem lehet kapcsolatot találni. Kétségtelen azonban, hogy a 2020-ra jellemző alacsony hitelkamat szintek, még ilyen relatív alacsony jövedelmezőség mellett is esetenként kigazdálkodhatóak, de a 2022-ben jelentkezett kamatemelkedés a törlesztések kigazdálkodását a jelenlegi jövedelmezőségi szint mellett – a KKV szektor vállalkozásainak egy jelentős része számára – már nem teszi lehetővé.



27. ábra: Az átlagos jövedelmezőségi mutatók értékeinek változása iparágankénti bontásban
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A vizsgált mintában szereplő vállalkozások közös jellemzője – statisztikai régiótól és mérettől függetlenül – a 2018-2020 között romló, majd 2021-ben javuló jövedelmezőség. Iparági vizsgálat rávilágított arra, hogy az Információ-technológiai szolgáltató ágazat vállalkozásai az időszak nagy részében meg tudták tartani a korábbi jövedelmezőségi szintjüket, míg a Vendéglátás ágazat vállalkozásai esetén a jövedelmezőségi mutatók alakulásában a 2018-2020 közötti visszaesés, majd a 2021-es javulás figyelhető meg.

Minden vizsgált évben együtt mozgás volt megfigyelhető méret, statisztikai régió és iparág szinten is a vállalkozások jövedelmezőségi mutatóiban. Az IT szolgáltató ágazatban a befektetett eszközállomány minimális növekedése nem eredményezte a jövedelmezőség javulását, így a beruházási döntésekben nem érvényesültek a jövedelmezőségi kritériumok.

A jelenlegi jövedelmezőségi szintek fennmaradása esetén – esetlegesen növekvő piaci kamatszintek mellett – már a piaci kamatozású hitelek törlesztése nem kigazdálkodható, ezért a Vendéglátás ágazatba tartozó vállalkozások egy jelentős része továbbra is rá lesz szorulva a kedvezményes hitelkonstrukciókra (amennyiben lesznek ilyenek). A statisztikai régiók szerinti vizsgálatok alapján a legszilárdabb gazdasági helyzetben a közép-magyarországi vállalkozások vannak, ezzel együtt az északi és alföldi vállalkozások helyzete a leginkább instabil.

Összehasonlítva a jövedelmezőség iparág szerinti megoszlásában és a források iparág szerinti megoszlásában látható eredményeket, az elemzés további fejezeteinek tartalmát előre vetítő összefüggések figyelhetők meg. Az Információ-technológiai szolgáltató ágazatban - ahol minden évben szinte kétszer akkora az ösztökén belül a saját tőke aránya, mint a Vendéglátás ágazatban - az ösztőke jövedelmezőségét kisebb mértékben haladta meg a saját tőke jövedelmezősége. Az alacsonyabb saját tőke arány mellett jelentősen magasabb saját tőke arányos jövedelmezőséget tapasztaltam az ösztőke jövedelmezőségéhez képest, ami arra enged következtetni, hogy az Információ-technológiai szolgáltató ágazat gyakran nagyobb mértékben képes automatizálni és hatékonyabbá tenni a folyamatait, ami csökkentheti a költségeket és növelheti a nyereséget, továbbá magasabb hozzáadott értékű szolgáltatásokat nyújt, amelyek nagyobb nyereséget eredményezhetnek a befektetett saját tőkére nézve.

4.2. A VARIANCIANALÍZIS EREDMÉNYEI

Kutatásom célkitűzései között szerepel, hogy meghatározzam a különböző méretű, statisztikai régiókban elhelyezkedő, illetve tevékenységi körű vállalkozások, tőkeszerkezeti jellemzőit, továbbá a jövedelmezőséggel való kapcsolatát.

H1: Szignifikáns különbségek figyelhetőek meg méret, statisztikai régió, és iparág alapján a magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásainak tőkeszerkezetében 2015-2021 között.

A rendelkezésre álló adathalmaz 7 év adatait tartalmazza. A megfogalmazott hipotézis igazolásához vagy elvetéséhez a fő kérdés, hogy van-e összefüggés a vállalkozások mérete, az iparági hovatartozása vagy statisztikai régiók szerinti elhelyezkedés és a vállalkozások egyes tőkeszerkezeti mutatói között? Az elemzésbe tőkeszerkezeti mutatóként a Saját tőke

aránya, Kötelezettségek aránya, Hosszú lejáratú kötelezettségek aránya, Rövid lejáratú kötelezettségek aránya, Tőkeáttétel mutatókat vontam be. Az elemzésbe bevont mutatók alapján a vizsgált vállalkozások átlagos saját tőke aránya 47,83%, az átlagos kötelezettségek aránya 49,49%, az átlagos hosszú lejáratú kötelezettségek aránya 9,44%, az átlagos rövid lejáratú kötelezettségek aránya 40,05% és az átlagos tőkeáttétel 74,73%. A méret szerinti megoszlás vizsgálat leíró statisztikai adataiból megállapítható, hogy a közép-vállalkozások rendelkeznek a legmagasabb átlagos saját tőke aránnyal 49,65% és egyben a legalacsonyabb átlagos kötelezettség állománnyal 43,51%, ezen belül a legalacsonyabb átlagos hátrasorolt és hosszú lejáratú-, valamint átlagos rövid lejáratú kötelezettség aránnyal is. A legalacsonyabb átlagos tőkeáttétel a Mikro-vállalkozásokra jellemző 67,75%. (10. melléklet)

18. táblázat: Varianciaanalízis méret szerinti megoszlása, 2015-2021 átlag adatok alapján

		ANOVA				
		Négyzetes összeg	df	Variancia	F	Sig.
Saját tőke aránya	Csoportok között	,985	2	,493	2,128	,119
	Csoporton belül	14360,710	62032	,232		
	Összesen	14361,695	62034			
Kötelezettségek aránya	Csoportok között	7,144	2	3,572	15,672	<,001
	Csoporton belül	14138,691	62032	,228		
	Összesen	14145,835	62034			
Hátrasorolt + Hosszú lejáratú kötelezettségek aránya	Csoportok között	2,472	2	1,236	16,240	<,001
	Csoporton belül	4721,398	62032	,076		
	Összesen	4723,870	62034			
Rövid lejáratú kötelezettségek aránya	Csoportok között	5,199	2	2,599	15,468	<,001
	Csoporton belül	10424,518	62032	,168		
	Összesen	10429,716	62034			
Tőkeáttétel	Csoportok között	1155,480	2	577,740	311,080	<,001
	Csoporton belül	115206,150	62032	1,857		
	Összesen	116361,630	62034			

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A 18. táblázat utolsó empirikus szignifikancia szint (Sig.) oszlopa mutatja, hogy jelentős különbségek fedezhetőek fel a vállalkozások mérete és a választott tőkeszerkezeti mutatók tekintetében. Az 0,001 szignifikancia szint azt jelenti, hogy a varianciaanalízis során talált különbségek szignifikánsnak tekinthetők, nem véletlenek és valódi különbségeket tükröznek a vállalkozás mérete és tőkeszerkezete között, tehát a vizsgált adatok a saját tőke kivételével szignifikánsan különböznek, mivel az F próbához tartozó valószínűség

szignifikanciaszintje kisebb, mint 0,001. A saját tőke tekintetében a véletlenszerű kiválasztás miatt elképzelhető, hogy szélsőségesebb szerkezetű adatok kerültek a mintába, ezért ennél a mutatónál eltérő értéket kaptam, de korábbi kutatásaim alapján szinte minden esetben ez a mutató is szignifikáns eltérést mutatott. Ez azt jelenti, hogy létezik legalább két olyan vállalkozás méret, amelyeknél szignifikáns eltérés tapasztalható a különböző méretű vállalkozások saját tőke aránya, illetve a kötelezettségek aránya, valamint a hátrasorolt-, hosszú-, és rövid lejáratú kötelezettségek aránya között, továbbá a tőkeáttétel között is.

A 11. melléklet mutatja a Post Hoc teszt Bonferroni módszerrel számított, méretkategóriákra vonatkozó eredményét, ahol felsorolásra kerül minden méret alapján lehetséges párosítás és jelölésre kerül, hogy pontosan mely méretkategóriák között van szignifikáns különbség. Jelen esetben 5%-os szignifikancia szint mellett a kötelezettségek aránya (a teljes, a hátrasorolt és hosszú, valamint a rövid lejáratú kötelezettségek aránya esetén is) és a tőkeáttétel mutatók tekintetében a mikrovállalkozások, a kisvállalkozások és a közép-vállalkozások között mutatkozik különbség, míg a saját tőke arány esetén egyik méretkategória között sem jelentkezett eltérés.

A 12. melléklet alapján, a statisztikai régiók szerinti megoszlás vizsgálat leíró statisztikai adataiból megállapítható, hogy a legmagasabb átlagos saját tőke aránnyal, 48,88%-kal és egyben a legalacsonyabb átlagos kötelezettségek arányával, 48,57%-kal – és ezen belül a legalacsonyabb átlagos hátrasorolt és hosszú lejáratú kötelezettség állománnyal is 8,00%-a Közép-Magyarországon működő vállalkozások rendelkeznek. A leíró adatokból kimutatható továbbá az is, hogy legalacsonyabb átlagos rövid lejáratú kötelezettség aránnyal 38,74% és a legalacsonyabb átlagos tőkeáttétellel a Dunántúlon működő vállalkozások rendelkeznek.

A 19. táblázat utolsó empirikus szignifikancia szint (Sig.) oszlopa mutatja, hogy jelentős különbségek fedezhetőek fel a vállalkozások statisztikai régiók szerinti elhelyezkedése és a választott tőkeszerkezeti mutatók tekintetében. Az 0,001 szignifikancia szint azt jelenti, hogy a varianciaanalízis során talált különbségek szignifikánsnak tekinthetőek, nem véletlenek és valódi különbségeket tükröznek a vállalkozás statisztikai régiók szerinti elhelyezkedése és tőkeszerkezete között, tehát a vizsgált adatok szignifikánsan különböznek, mivel az F próbához tartozó valószínűség szignifikanciaszintje kisebb, mint 0,001.

19. táblázat: Varianciaanalízis statisztikai régió szerinti megoszlása, 2015-2021 átlag adatok alapján

		ANOVA				
		Négyzetes összeg	df	Variancia	F	Sig.
Saját tőke aránya	Csoportok között	8,538	2	4,269	18,451	<,001
	Csoporton belül	14353,157	62032	,231		
	Összesen	14361,695	62034			
Kötelezettségek aránya	Csoportok között	6,844	2	3,422	15,014	<,001
	Csoporton belül	14138,991	62032	,228		
	Összesen	14145,835	62034			
Hátrasorolt + Hosszú lejáratú kötelezettségek aránya	Csoportok között	18,947	2	9,473	124,901	<,001
	Csoporton belül	4704,924	62032	,076		
	Összesen	4723,870	62034			
Rövid lejáratú kötelezettségek aránya	Csoportok között	3,423	2	1,712	10,184	<,001
	Csoporton belül	10426,293	62032	,168		
	Összesen	10429,716	62034			
Tőkeáttétel	Csoportok között	95,493	2	47,747	25,475	<,001
	Csoporton belül	116266,137	62032	1,874		
	Összesen	116361,630	62034			

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A 13. melléklet mutatja a Post Hoc teszt Bonferroni módszerrel számított, statisztikai régiók szerinti elhelyezkedésre vonatkozó eredményét, ahol felsorolásra kerül minden statisztikai régió alapján lehetséges párosítás és jelölésre kerül, hogy pontosan mely statisztikai régiók között van szignifikáns különbség. Jelen esetben a saját tőke aránya és a kötelezettségek aránya (a teljes) mutatók tekintetében Észak és Alföld, valamint Dunántúl statisztikai régiók között mutatható ki hasonlóság, míg Közép-Magyarország és Dunántúl vagy Közép-Magyarország és Észak és Alföld statisztikai régiók között a területi adataik alapján különbségek figyelhetők meg. Hosszú lejáratú kötelezettségeiket tekintve egyik vizsgált statisztikai régiókban sem mutatható ki hasonlóság. A rövid lejáratú kötelezettségek mutató tekintetében a dunántúli és a közép-magyarországi, valamint az északi és alföldi vállalkozások mutatnak jelentős különbségeket. A tőkeáttétel mutató tekintetében a közép-magyarországi vállalkozások nagymértékben eltérnek a dunántúli, valamint az északi és alföldi vállalkozásoktól.

A 14. melléklet alapján, az iparág szerinti megoszlás vizsgálat leíró statisztikai adataiból megállapítható, hogy a legmagasabb átlagos saját tőke aránnyal, 59,83%-al és egyben a legalacsonyabb kötelezettségek arányával, 37,42%-al – és ezen belül a legalacsonyabb

átlagos hátrasorolt és hosszú lejáratú kötelezettség aránnyal 4,51%, valamint a legalacsonyabb átlagos rövid lejáratú kötelezettség állománnyal is 32,92% - az Információ-technológiai szolgáltatás ágazatban működő vállalkozások rendelkeznek. A legkisebb átlagos tőkeáttétel a vendéglátás iparágban jelentkezik.

20. táblázat: Varianciaanalízis iparág szerinti megoszlása, 2015-2021 átlag adatok alapján

		ANOVA				
		Négyzetes összeg	df	Variancia	F	Sig.
Saját tőke aránya	Csoportok között	720,336	1	720,336	3275,672	,000
	Csoporton belül	13641,359	62033	,220		
	Összesen	14361,695	62034			
Kötelezettségek aránya	Csoportok között	728,798	1	728,798	3369,561	,000
	Csoporton belül	13417,037	62033	,216		
	Összesen	14145,835	62034			
Hátrasorolt + Hosszú lejáratú kötelezettségek aránya	Csoportok között	121,735	1	121,735	1640,889	,000
	Csoporton belül	4602,135	62033	,074		
	Összesen	4723,870	62034			
Rövid lejáratú kötelezettségek aránya	Csoportok között	254,814	1	254,814	1553,516	,000
	Csoporton belül	10174,902	62033	,164		
	Összesen	10429,716	62034			
Tőkeáttétel	Csoportok között	321,139	1	321,139	171,675	<,001
	Csoporton belül	116040,492	62033	1,871		
	Összesen	116361,630	62034			

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A 20. táblázat utolsó empirikus szignifikancia szint (Sig.) oszlopa mutatja, hogy jelentős különbségek fedezhetőek fel a vállalkozások iparági hovatartozása és a választott tőkeszerkezeti mutatók tekintetében. Ebben a vizsgálatban is a 0,000 és a 0,001 szignifikancia szint azt jelenti, hogy a varianciaanalízis során talált különbségek szignifikánsnak tekinthetőek, nem véletlenek és valódi különbségeket tükröznek a vállalkozás iparága és tőkeszerkezete között, tehát a vizsgált adatok szignifikánsan különböznek, mivel az F próbához tartozó valószínűség szignifikanciaszintje kisebb, mint 0,001. Ilyen speciális esetben, ahol a minőségi változó csak két elemből áll, nem lehet Post Hoc tesztet készíteni, mert ha szignifikáns eltérés mutatható ki, akkor az annyit jelent, hogy az egyik minőségi ismérv a másiktól eltér.

Összefoglalva a méret vizsgálata esetén arra a következtetésre jutottam, hogy a nagyobb vállalkozásokat nagyobb tőkeáttétel jellemzi, ami azzal magyarázható, hogy a

nagyobb vállalkozások általában diverzifikáltabbak és kisebb náluk a pénzügyi nehézség bekövetkezésének a valószínűsége, mint a kisebb vállalkozások esetén. Ezáltal a nagyobb vállalkozások könnyebben és jobb feltételekkel jutnak idegen tőkéhez. A méret kapcsán megfogalmazott hipotézisemet ezáltal igazoltnak tekintem.

A statisztikai régiókat vizsgálva beigazolódott, hogy a közép-magyarországi vállalkozásokat nagyobb tőkeáttétel jellemzi, ami a főváros kiugró gazdasági fejlettségével és a magyarországi KKV szektor közép-magyarországi koncentrációjával magyarázható. A statisztikai régió kapcsán megfogalmazott hipotézisemet ezáltal igazoltnak tekintem.

Az iparágat vizsgálva beigazolódott, hogy az Információ-technológiai szolgáltató vállalkozásokat nagyobb tőkeáttétel jellemzi, ami azzal magyarázható, hogy ebben az ágazatban működő vállalkozások általában magasabb növekedési potenciállal rendelkeznek, mint a vendéglátó vállalkozások, továbbá az IT szektorban a technológiai innováció és az újítások folyamatosan jelen vannak, így azok a vállalkozások, amelyek képesek lépést tartani ezzel a technológiai fejlődéssel, gyorsabb növekedésre képesek. Az iparág kapcsán megfogalmazott hipotézisemet ezáltal igazoltnak tekintem.

A fentieket figyelembe véve megállapítható, hogy a megfogalmazott [H1](#) hipotézis beigazolódott, ugyanis szignifikáns különbségek figyelhetők meg méret, statisztikai régió, és iparág alapján a magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásainak tőkeszerkezetében 2015-2021 között.

4.3. A KORRELÁCIÓANALÍZIS EREDMÉNYEI

Kutatásom célkitűzései között szerepel, hogy a tőkeszerkezet alakulásának, változásainak szempontjából elemezze a jövedelmezőséget meghatározó tényezőket, valamint azokat a tényezőket, amelyek hatást gyakorolnak a saját tőke állományára és arányára.

[H2](#): A magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásainál 2015-2021 között a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség, a tőkeszerkezet és a likviditás, valamint a jövedelmezőség és likviditás közötti kapcsolat erőssége és iránya függ a vállalkozás méretétől, statisztikai régiójától és tevékenységi körétől.

A rendelkezésre álló adathalmaz 7 év adatait tartalmazza, ezért a korrekt eredmény kialakítása érdekében az évenként megképzett mutatószámok segítségével képeztem a korrelációs mátrix változóit, ezáltal kimutathatóvá vált a vizsgált dimenziókra és időszakokra jellemző tendencia. Terjedelmi korlátok miatt a korrelációs mátrixban kétéves léptékben tüntettem fel az éves adatokat. Két tetszőleges érték közötti lineáris kapcsolat nagyságát és irányát, valamint ezek egymáshoz való viszonyát a korrelációs együttható mutatja meg, amely jelzi, ha két érték nem független egymástól. A korrelációs együttható (r) előjele a kapcsolat irányát mutatja meg, a nagysága pedig a korreláció erősségét mutatja. Értéke -1 és 1 között lehet.

21. táblázat: Korrelációs együttható értékelése

Korrelációs együttható (r) értéke	Kapcsolat szintje
0,00	nincs lineáris kapcsolat
0,00 - 0,20	gyenge, elhanyagolható kapcsolat
0,20 - 0,40	biztos, de gyenge kapcsolat
0,40 - 0,70	közepes korreláció, jelentős kapcsolat
0,70 - 0,90	magas korreláció, erős kapcsolat
0,90 - 1,00	rendkívül erős, függő kapcsolat

(Forrás: Guilford, 1953)

A hipotézis igazolásához vagy elvetéséhez méret szerint, statisztikai régió szerint és iparág szerint is elvégeztem a korreláció számítását, melyek eredményeit az alábbiakban foglaltam össze. A számított korrelációs mátrix elemzésekor kiemelten azokat a tételeket jelenítem meg az eredményeink között, amelyek nem egyenes következményei képzési módjuknak.

4.3.1. A tőkeszerkezet és a jövedelmezőség korrelációjának vizsgálata

Méret szerinti vizsgálatban a saját tőke arány és az eszközarányos jövedelmezőség, valamint az ösztőke jövedelmezőség mutatók között minden esetben pozitív, az esetek többségében mindhárom méretkategóriában biztos, de gyenge kapcsolat volt felfedezhető. Megfigyelhető volt továbbá, hogy a kapcsolat erőssége évről évre folyamatosan nőtt, mindamelllett, hogy a Kisvállalkozások és Közép-vállalkozások mutatói több esetben erősebb kapcsolatot jeleztek, 2021-ben már közepes korrelációt és jelentős kapcsolatot mutattak. (15. melléklet)

Statisztikai régiók szerinti vizsgálatban a saját tőke arány és az eszközarányos jövedelmezőség, valamint az ösztőke jövedelmezőség mutatók között minden esetben pozitív, az esetek többségében mindhárom statisztikai régióban biztos, de gyenge kapcsolat volt felfedezhető. Megfigyelhető volt továbbá, hogy a kapcsolat erőssége évről évre

folyamatosan nőtt, mindamellet, hogy az északi és alföldi, valamint a közép-magyarországi vállalkozások mutatói több esetben erősebb kapcsolatot jeleztek. (16. melléklet)

Iparág szerinti vizsgálatban a saját tőke arány és az eszközarányos jövedelmezőség, valamint az ösztőke jövedelmezőség mutatók között a legtöbb esetben pozitív kapcsolat jelentkezett. Az Információ-technológiai szolgáltatás ágazatban legtöbbször gyenge, elhanyagolható kapcsolat, míg a Vendéglátás ágazatban biztos, de gyenge kapcsolat volt felfedezhető. Megfigyelhető volt továbbá, hogy a Vendéglátás ágazatban a kapcsolat erőssége évről évre folyamatosan nőtt, mindamellet, hogy a Vendéglátás ágazatba tartozó vállalkozások mutatói több esetben erősebb kapcsolatot jeleztek. (17. melléklet)

A tőkeszerkezet és jövedelmezőség kapcsolatának vizsgálatával arra az eredményre jutottam, hogy az eltérő méretű, eltérő statisztikai régióban és az eltérő iparágakban működő vállalkozások esetében a mutatók közötti kapcsolat pozitív iránya az esetek többségében megegyezik. A kapcsolat erősségét tekintve azonban más-más érték volt megfigyelhető a gyenge, elhanyagolható és a biztos, de gyenge értékek között. A nagyobb méretű, az északi és alföldi, valamint a közép-magyarországi statisztikai régiókban működő Vendéglátó vállalkozásokra általában erősebb kapcsolat volt jellemző, amiből arra lehet következtetni, hogy a saját tőke növelése csak minimálisan javítja a jövedelmezőséget. A gyenge kapcsolat arra hívja fel a figyelmet, hogy a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség kapcsolatát jellemzően nagymértékben más tényezők is befolyásolják.

4.3.2. A tőkeszerkezet és a likviditás korrelációjának vizsgálata

Méret szerinti vizsgálatban a saját tőke arány és a likviditási ráta, valamint a pénzhányad mutatók között minden esetben pozitív kapcsolat volt felfedezhető, ami annyit jelent, hogy a saját tőke növelésével általában a likviditás javulása is várható. A saját tőke arány és a likviditási ráta között közepes korreláció, jelentős kapcsolat, a saját tőke arány és a pénzhányad mutató között biztos, de gyenge kapcsolat jelentkezett. Megfigyelhető volt továbbá, hogy a kapcsolat erőssége évről évre folyamatosan nőtt, mindamellet, hogy a Kisvállalkozások és Közép-vállalkozások mutatói több esetben erősebb kapcsolatot jeleztek. (18. melléklet)

Statisztikai régiók szerinti vizsgálatban a saját tőke arány és a likviditási ráta, valamint a pénzhányad mutatók között minden esetben pozitív kapcsolat volt felfedezhető. A saját tőke arány és a likviditási ráta között az esetek többségében közepes korreláció, jelentős

kapcsolat, a saját tőke arány és a pénzhányad mutató között 2015-2017 között biztos, de gyenge kapcsolat, majd 2019-2021 között közepes korreláció, jelentős kapcsolat jelentkezett. Megfigyelhető volt továbbá, hogy a kapcsolat erőssége évről évre folyamatosan nőtt, mindamellet, hogy az északi és alföldi, valamint a közép-magyarországi vállalkozások mutatói több esetben erősebb kapcsolatot jeleztek. (19. melléklet)

Iparág szerinti vizsgálatban a saját tőke arány és a likviditási ráta, valamint a pénzhányad mutatók között minden esetben pozitív kapcsolat jelentkezett. Az Információ-technológiai szolgáltatás ágazatban minden esetben közepes korreláció, jelentős kapcsolat, míg a Vendéglátás ágazatban valamivel gyengébb, biztos, de gyenge kapcsolat volt felfedezhető az esetek többségében. Megfigyelhető volt továbbá, hogy mindkét ágazatban a kapcsolat erőssége évről évre folyamatosan nőtt, mindamellet, hogy az Információ-technológiai szolgáltatás ágazatba tartozó vállalkozások mutatói minden esetben erősebb kapcsolatot jeleztek. (20. melléklet)

A tőkeszerkezeti és likviditási mutatók korreláció elemzéséből megállapítható, hogy az eltérő méretű, eltérő statisztikai régióban működő és az eltérő iparágakban működő vállalkozások esetében a mutatók közötti kapcsolat pozitív iránya megegyezik. A kapcsolat erősségét tekintve azonban más-más érték volt megfigyelhető a biztos, de gyenge és a közepes, jelentős értékek között. A nagyobb méretű vállalkozásokra, az északi és alföldi, valamint a közép-magyarországi vállalkozásokra és az Információ-technológiai szolgáltatás ágazatba tartozó vállalkozásokra erősebb kapcsolat volt jellemző, amiből arra lehet következtetni, hogy a saját tőke növelésével általában a likviditás is javulni fog, ugyanakkor a gyenge és közepes kapcsolat arra hívja fel a figyelmet, hogy a tőkeszerkezet és a likviditás kapcsolatát más tényezők is befolyásolják.

4.3.3. A jövedelmezőség és a likviditás korrelációjának vizsgálata

Méret szerinti vizsgálatban a likviditási ráta és az eszközarányos jövedelmezőség, valamint az ösztőke jövedelmezőség mutatók között szinte minden évben pozitív kapcsolat volt felfedezhető. 2015-2017 között mindhárom méretkategóriában ezek a mutatók gyenge, elhanyagolható kapcsolat jeleztek, melyek később 2019-2021 között biztos, de gyenge kapcsolatra erősödtek. Megfigyelhető volt továbbá, hogy a kapcsolat erőssége évről évre folyamatosan nőtt, mindamellet, hogy a Kisvállalkozások és Közép-vállalkozások mutatói több esetben erősebb kapcsolatot jeleztek. (21. melléklet)

Statisztikai régiók szerinti vizsgálatban a likviditási ráta és az eszközarányos jövedelmezőség, valamint az ösztöke jövedelmezőség mutatók között szinte minden évben pozitív kapcsolat volt felfedezhető. 2015-2017 között mindhárom statisztikai régióban ezek a mutatók gyenge, elhanyagolható kapcsolat jeleztek, melyek később 2019-2021 között biztos, de gyenge kapcsolatra erősödtek. Megfigyelhető volt továbbá, hogy a kapcsolat erőssége évről évre folyamatosan nőtt, mindamelllett, hogy a dunántúli, valamint a közép-magyarországi vállalkozások mutatói több esetben erősebb kapcsolatot jeleztek. (22. melléklet)

Iparág szerinti vizsgálatban a likviditási ráta és az eszközarányos jövedelmezőség, valamint az ösztöke jövedelmezőség mutatók között szinte minden évben pozitív kapcsolat volt felfedezhető. A Vendéglátás ágazatban 2015-2017 között ezek a mutatók gyenge, elhanyagolható kapcsolat jeleztek, melyek később 2019-2021 között biztos, de gyenge kapcsolatra erősödtek. Az Információ-technológiai szolgáltatás ágazatban 2015-ben negatív irányú, biztos, de gyenge kapcsolat, 2017-2019 között pozitív, gyenge, elhanyagolható kapcsolat, majd 2021-ben ismét biztos, de gyenge kapcsolat jelentkezett. Megfigyelhető volt továbbá, hogy a kapcsolat erőssége évről évre folyamatosan nőtt, mindamelllett, hogy a Vendéglátás ágazatban működő vállalkozások mutatói több esetben erősebb kapcsolatot jeleztek. (23. melléklet)

A jövedelmezőségi és likviditási mutatók korreláció elemzéséből megállapítható, hogy az eltérő méretű, eltérő statisztikai régióban működő és az eltérő iparágakban működő vállalkozások esetében a mutatók közötti kapcsolat pozitív iránya az esetek többségében megegyezik. A kapcsolat erősségét tekintve azonban eltérés volt megfigyelhető, a nagyobb méretű vállalkozásokra, a közép-magyarországi és dunántúli vállalkozásokra és a Vendéglátás ágazatban működő vállalkozásokra erősebb kapcsolat volt jellemző, amiből arra lehet következtetni, hogy a jövedelmezőség javítása csak minimálisan javítja a likviditást. A gyenge kapcsolat arra hívja fel a figyelmet, hogy a jövedelmezőség és a likviditás kapcsolatát jellemzően nagymértékben más tényezők is befolyásolják.

A fentiek alapján összefoglalva megállapítható, hogy a [H2](#) hipotézis részben igazolást nyert, ugyanis, a magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásainál 2015-2021 között a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti kapcsolat, a tőkeszerkezet és a likviditás közötti kapcsolat, valamint a jövedelmezőség és a likviditás közötti kapcsolat erőssége függ a vállalkozás

méretétől, tevékenységi körétől és a statisztikai régiótól, azonban a kapcsolat irányát ezek a dimenziók nem befolyásolják.

4.4. FAKTOR ÉS KLASZTERANALÍZIS EREDMÉNYEI

Az elemzésbe bevont vállalkozások gazdálkodására jellemző vagyoni- pénzügyi- és jövedelmezőségi helyzet mutatószámai alapján képzett homogén vállalatcsoportokat, illetve a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség, valamint a tőkeszerkezet és likviditás kapcsolatának csoportokon belül megfigyelhető eltéréseket, sajátosságokat mutattam be.

H3: A magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) 2015-2021 között működő vállalkozásai vagyoni- pénzügyi- és jövedelmezőségi mutatószámai alapján homogén csoportokba sorolhatóak, amely csoportokban a tőkeszerkezet és jövedelmezőség, valamint a tőkeszerkezet és likviditás közötti kapcsolat erőssége és iránya eltérő.

A mutatók mögött meghúzódó látens struktúra feltárásáért faktoranalízis segítségével végeztem el. A tőkeszerkezeti minták feltárásának első lépése a megfigyelési egységek csoportba rendezése volt a gazdálkodásukat leíró pénzügyi mutatószámok alapján. A faktorelemzéshez 10 mutató került véglegesen kiválasztásra, amelyekkel az adatok áttekinthetővé váltak és az információtartalom nagy része is megmaradt. A faktoranalízis alkalmazhatóságának vizsgálatához Kayser-Meyer-Olkin tesztet alkalmaztam, ami a korrelációs mátrixhoz egy 0 és 1 közé eső számot rendel, értéke minél nagyobb, a modell annál jobban illeszkedik. A teszt eredményeként 0,741 értéket kaptam, amely a faktoranalízis szempontjából megfelelő értéket jelent.

22. táblázat: A faktoranalízis alkalmazhatóságának eredményei

KMO és Bartlett teszt		
Kaiser-Meyer-Olkin mintavételi megfelelıség		,741
Bartlett teszt	Chi-négyzet	1107143,792
	df	45
	Sig.	,000

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

Ezt erősíti meg a Bartlett teszt eredménye is, amely szintén igazolja, hogy vannak olyan szignifikáns kapcsolatok az elemzésbe bevont mutatók között, amelyek nem a véletlennek köszönhetőek.

A kommunalításokat tartalmazó 24. melléklet azt mutatja meg, hogy melyik változó mennyiben magyarázza az összes többi változó közötti korrelációt. Az elemzés során ezek az adatok segítenek abban, hogy meghatározzák, hogy mely változók relevánsak az adott faktorok szempontjából. Az elemzésbe bevont mutatók eredeti információtartalma minden esetben meghaladja a 80%-ot, amelyből 4 esetben sikerült az információtartalom több, mint 90%-át megőrizni. Az elemzésbe bevont 10 változóból 3 olyan faktor jött létre, amelyeknek a sajátértéke meghaladja az 1-et, tehát amely egy egységnyi információtartalmú eredeti mutatóhoz képest több információt hordoz magában. Ezek a komponensek 89,06%-át magyarázzák az eredeti mutatók varianciájának, ami meghaladja a minimumkövetelménynek számító 60%-ot. (23. táblázat)

23. táblázat: A faktorok varianciája

Teljes variancia magyarázata									
Komponens	Kezdeti sajátértékek			Faktoranalízis utáni értékek			Rotáció utáni értékek		
	Összesen	Szórás %-a	Halmazott %	Összesen	Szórás %-a	Halmazott %	Összesen	Szórás %-a	Halmazott %
1	4,826	48,264	48,264	4,826	48,264	48,264	3,385	33,850	33,850
2	2,628	26,283	74,547	2,628	26,283	74,547	2,780	27,798	61,648
3	1,451	14,515	89,062	1,451	14,515	89,062	2,741	27,414	89,062
4	,588	5,878	94,940						
5	,249	2,491	97,430						
6	,171	1,713	99,143						
7	,039	,389	99,532						
8	,031	,306	99,838						
9	,014	,139	99,977						
10	,002	,023	100,000						

Faktorkiválasztás módja: Főkomponens analízis

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A 24. táblázat alapján az 1. faktorba tömörített mutatószámok mindegyike a jövedelmezőség kifejezésére szolgál, ezért a faktor elnevezésnek a jövedelmezőséget választottam. A faktor 48,26%-ban magyarázza a varianciát.

- ROA - Eszköz arányos jövedelmezőség
- ROS - Árbevétel arányos jövedelmezőség
- Össztőke jövedelmezőség
- Működési profithányad

A 2. faktorba tömörített mutatószámok a likviditás arányát fejezik ki. Ez alapján ennek a faktornak a likviditás elnevezést választottam. A faktor 26,28%-ban magyarázza a varianciát.

- Likviditási ráta
- Likviditási gyorsráta
- Pénzhányad mutató

A 3. faktorba tömörített mutatószámok a külső források, vagy a saját tőke arányát fejezik ki, az összes forráshoz mérten. Ez alapján ennek a faktornak a tőkeáttétel elnevezést választottam. A faktor 14,52%-ban magyarázza a varianciát.

- Kötelezettségek aránya
- Saját tőke aránya
- Rövid lejáratú kötelezettségek aránya

24. táblázat: Rotált faktormátrix

	Komponens		
	1	2	3
Zscore: ROA	,914	,066	,120
Zscore: Össztőke jövedelmezőség	,914	,063	,118
Zscore: ROS	,907	,110	,099
Zscore: Működési profithányad	,899	,102	,091
Zscore: Likviditási gyorsráta	,120	,941	,246
Zscore: Likviditási ráta	,070	,931	,259
Zscore: Pénzhányad mutató	,108	,915	,181
Zscore: Kötelezettségek aránya	-,142	-,208	-,948
Zscore: Saját tőke aránya	,148	,211	,942
Zscore: Rövid lejáratú kötelezettségek aránya	-,094	-,268	-,866

Faktorkiválasztás módja: Főkomponens analízis.
 Forgatási módszer: Varimax Kaiser normalizálással.
 a. A forgatás 4 iterációban konvergált.

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A hipotézis tesztelésének következő lépéseként, a kialakított három faktor felhasználásával klasztereket hoztam létre. A two-step klasztereljárás szerint a 4 klaszterből álló modell

bizonyult a legoptimálisabbnak. (25. melléklet) A klaszterek elemszámát és megoszlását a 25. táblázat tartalmazza.

25. táblázat: A klaszterek elemszáma, megoszlása

	Gyakoriság	Százalék	Érvényes százalék	Összesített százalék
Kockázatos	4349	7,0	7,0	7,0
Likvid	6762	10,9	10,9	17,9
Veszteséges	16127	26,0	26,0	43,9
Jövedelmező	34797	56,1	56,1	100,0
Total	62035	100,0	100,0	

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A 26. táblázat alapján látható a méret, statisztikai régió és iparág szerinti kereszttábla elemzés eredményeként kapott Cramer-féle V mutató, mely egyik dimenzióban sem mutat erős kapcsolatot a két minőségi változó között. A Sig. oszlop is visszaigazolja, hogy statisztikailag is igazolható, hogy a klaszterek között és a vizsgált dimenziók között jelentős eltérések vannak.

26. táblázat: Kereszttábla elemzés Cramer's V együtthatói

	Cramer's V együttható	Sig.
KKV besorolás	0,114	0,000
Statisztikai régió	0,038	< 0,001
Iparág	0,215	0,000

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A faktorok diszkrimináló hatását a 27. táblázat mutatja, amelyből látható, hogy a vizsgált vállalkozások vagyoni- pénzügyi- és jövedelmezőségi helyzetét leíró tulajdonságok közül melyek alapján különülnek el leginkább az egyes klaszterek. A varianciaanalízis során a klaszterképző változók lesznek a függő a változók, a klaszterváltozó pedig a független változó szerepét tölti be. Az F statisztika és a hozzá tartozó szignifikancia szint alapján valamennyi faktor diszkrimináló hatással bír, közülük leginkább megkülönböztető erővel a Jövedelmezőséget leíró mutatószámokból létrejött faktor rendelkezik (F1: Jövedelmezőség), ezt követi a Likviditást leíró faktor (F2: Likviditás), majd a rangsor végén a Tőkeáttételt leíró faktor (F3: Tőkeáttétel) áll.

27. táblázat: A faktorok diszkrimináló hatásának vizsgálata

ANOVA						
	Klaszter		Hiba		F	Sig.
	Variancia	df	Variancia	df		
F1: Jövedelmezőség	6899,678	3	,666	62031	10354,282	,000
F2: Likviditás	14526,117	3	,298	62031	48823,512	,000
F3: Tőkeáttétel	15661,210	3	,243	62031	64548,620	,000

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A faktorváltozók által létrehozott klaszterek jól elkülönülnek az elemzésbe bevont vagyoni-pénzügyi- és jövedelmezőségi mutatószámok alapján. A standardizálásnak köszönhetően a 28. táblázat szereplő adatok pozitív érték esetén átlag felettséget, míg negatív érték esetén átlag alattiséget jeleznek.

Az 1. klaszter a vizsgált vállalkozások legkisebb, 7,0%-át foglalja magába. A klaszterközéppontok alapján megállapítható, hogy ebbe a csoportba tartoznak az átlag alatti jövedelmezőséggel és tőkeáttétellel, valamint az átlagos likviditással rendelkező vállalkozások. A fentiek alapján az 1. klaszter a **Kockázatos** elnevezést kapta.

Az 2. klaszter elemszámát tekintve a második legkisebb, a vizsgált vállalkozások 10,9%-át foglalja magába. A klaszterközéppontok alapján megállapítható, hogy ebbe a csoportba tartoznak az átlagos jövedelmezőséggel és tőkeáttétellel rendelkező, valamint átlag feletti likviditással rendelkező vállalkozások. Ez alapján az 2. klaszter a **Likvid** elnevezést kapta.

A 3. klaszter a vizsgált vállalkozások 26,0%-át foglalja magába. A klaszterközéppontok alapján megállapítható, hogy ebbe a csoportba tartoznak az átlag alatti jövedelmezőséggel és likviditással, átlag feletti tőkeáttétellel rendelkező vállalkozások. Ez alapján a 3. klaszter a **Veszteséges** elnevezést kapta.

A 4. klaszter elemszámát tekintve a legnagyobb, a vizsgált vállalkozások 56,1%-át foglalja magába. A klaszterközéppontok alapján megállapítható, hogy ebbe a csoportba tartoznak az átlag feletti jövedelmezőséggel és átlagos tőkeáttétellel rendelkező, továbbá átlag alatti likviditással rendelkező vállalkozások. Ez alapján a 4. klaszter a **Jövedelmező** elnevezést kapta.

28. táblázat: Végleges klaszterközpontok

	Klaszter			
	1	2	3	4
F1: Jövedelmezőség	-,44596	,19267	-,89822	,43458
F2: Likviditás	,08235	2,35977	-,15220	-,39832
F3: Tőkeáttétel	-3,11338	,23192	,49950	,11255

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A faktor- és klaszteranalízist követően a hipotézis tesztelésének harmadik és egyben utolsó lépése a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség, valamint a tőkeszerkezet és a likviditás kapcsolatának vizsgálata az egyes klaszterek mentén.

4.4.1. A tőkeszerkezet és jövedelmezőség klaszterenkénti korrelációja

Klaszter szerinti vizsgálatban a saját tőke arány és az eszközarányos jövedelmezőség, valamint az ösztőke jövedelmezőség mutatók között egy-egy év adataitól eltekintve szinte minden esetben pozitív irányú a kapcsolat. A Likvid és a Kockázatos klaszterbe tartozó vállalkozások korrelációs együtthatói 2015-2020 között gyenge, elhanyagolható kapcsolatot mutatnak, melyek 2021-ben erősödnek biztos, de gyenge kapcsolatra. A Jövedelmező klaszterbe tartozó vállalkozásokat a korrelációs együtthatói alapján 2017-ben még a biztos, de gyenge kapcsolat jellemzi, amely 2019-2021 között szintén erősödött közepes korreláció, jelentős kapcsolati szintre. A Veszteséges klaszterbe tartozó vállalkozásokat a korrelációs együtthatói minden évben biztos, de gyenge kapcsolatot jeleztek. Megfigyelhető volt továbbá, hogy a kapcsolat erőssége a Jövedelmező és a Likvid vállalkozásoknál évről évre folyamatosan nőtt. A Jövedelmező vállalkozások a vizsgált időszakban erősebb kapcsolatot jeleztek. (26. melléklet)

4.4.2. A tőkeszerkezet és likviditás klaszterenkénti korrelációja

Klaszter szerinti vizsgálatban a saját tőke arány és a likviditás, valamint a pénzhányad mutatók között a Kockázatos klaszterbe tartozó vállalkozások esetén jellemzően negatív, míg minden más esetben pozitív irányú a kapcsolat. A Likvid és a Kockázatos klaszterbe tartozó vállalkozások korrelációs együtthatói a teljes időszak alatt gyenge, elhanyagolható kapcsolatot mutatnak. A Jövedelmező és a Veszteséges klaszterbe tartozó vállalkozásokat viszont a korrelációs együtthatói alapján a teljes időszak alatt közepes korreláció, jelentős

kapcsolat jellemezte. Megfigyelhető volt továbbá, hogy a kapcsolat erőssége a Jövedelmező vállalkozásoknál évről évre folyamatosan nőtt. A Jövedelmező vállalkozások a vizsgált időszakban erősebb kapcsolatot jeleztek. (27. melléklet)

A Likvid és a Kockázatos klaszterbe tartozó vállalkozások esetén a gyenge korrelációs együttható azt jelenti, hogy a vállalkozások magasabb saját tőke aránya csak minimálisan javítja a jövedelmezőségi mutatóikat és más tényezők, például a piaci környezet, a vezetési stratégiák vagy a pénzügyi irányítás nagyobb hatással lehetnek az ilyen vállalkozások jövedelmezőségére. A gyenge kapcsolat azt is jelzi, hogy a vállalkozásoknak a saját tőke arányon kívül számos tényezőt kell figyelembe venniük a tőkeállományuk és jövedelmezőségük optimalizálásához.

A Jövedelmező és a Veszteséges klaszterbe tartozó vállalkozások esetén a közepes korrelációs együttható azt jelenti, hogy a saját tőke növekedése általában növeli az eszközarányos jövedelmezőség és az összítőke jövedelmezőség mértékét, ami fordítva is igaz. A közepes korreláció jelzi, hogy a két mutató egymástól való függősége közepes mértékű és hogy ez a függőség valószínűleg számottevő hatással lehet a mutatókra. A közepes korreláció esetén azonban még mindig fontos, hogy figyelembe vegyünk a vállalkozások egyéb tényezőit és összefüggéseit is és ne feltételezzük automatikusan, hogy az egyik mutató változása okozza a másik mutató változását.

A korreláció elemzés alapján jól látható, hogy a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség között klaszterenként eltérő erősségű, de azonos irányú a kapcsolat míg a tőkeszerkezet és a likviditás között klaszterenként eltérő erősségű és eltérő irányú a kapcsolat. Jelen esetben azonos irányú kapcsolat igazolódott a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség között, de ettől függetlenül az eltérő irányú kapcsolatnak is van elméleti alapja, ugyanis, ha a választásos vagy az ügynök elméletből indulunk ki, úgy pozitív kapcsolatot feltételezhetünk a jövedelmezőség és a tőkeszerkezet között, míg a hierarchia elmélet alapján a kapcsolat negatív irányú.

A fentiek alapján összefoglalva megállapítható, hogy a [H3](#) hipotézis igazolást nyert, ugyanis a magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) 2015-2021 között működő vállalkozásai vagyoni- pénzügyi- és jövedelmezőségi mutatószámai alapján létrehozott homogén klaszterekben a tőkeszerkezet

és jövedelmezőség, valamint a tőkeszerkezet és likviditás közötti kapcsolat erőssége és iránya a legtöbb vizsgált dimenzióban eltérő.

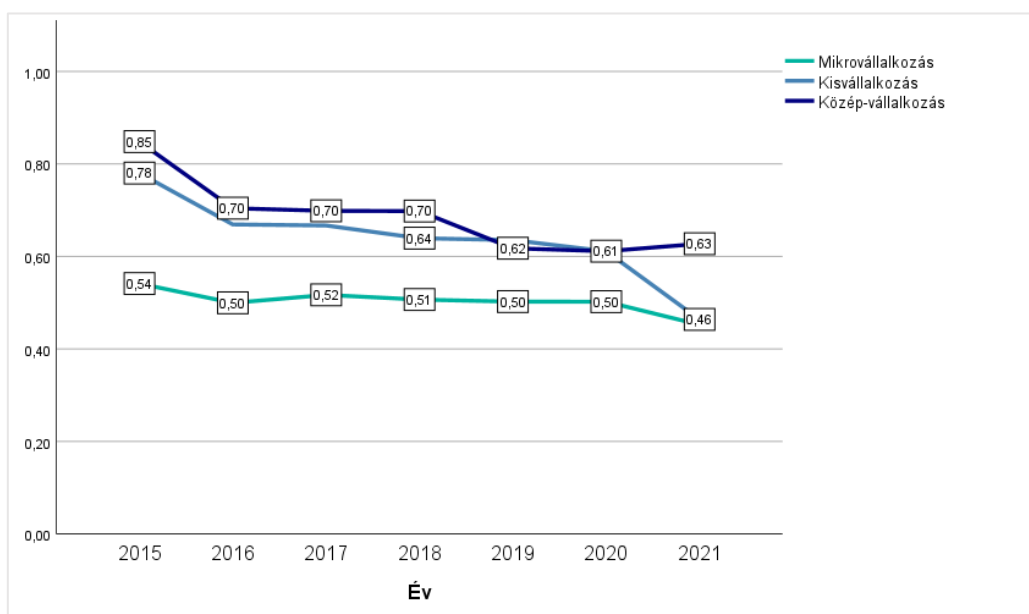
4.5. LEJÁRATI ILLESZKEDÉS VIZSGÁLATÁNAK EREDMÉNYEI

A finanszírozási stratégia a vállalati tevékenység finanszírozására felhasználható források meghatározása, vagyis nem más, mint az eszközök és források lejáratú struktúrájának összevetése. A kutatások leginkább hangsúlyos része a finanszírozás, a finanszírozási források és stratégiák ismertetése, azonban kevés kutatás létezik arról, hogy a magyar KKV szektor vállalkozásai hogyan és milyen módon finanszírozzák a működésüket, továbbá arról, hogy milyen finanszírozási stratégiák a jellemzőek ebben a vállalkozói körben.

H4: A magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásainál 2015-2021 között méret, statisztikai régió és iparág alapján is konzervatív finanszírozási stratégia érvényesül a lejáratú illeszkedést illetően, miszerint a vállalkozások a befektetett eszközeiket és a forgóeszközök nagy részét is hosszú lejáratú forrásból finanszírozzák.

A vállalkozás finanszírozási egyensúlya akkor valósulhat meg, amennyiben az illeszkedési elvnek megfelel a vállalat mérlege. Az illeszkedés elve azt mondja ki, hogy a tartósan lekötött eszközöket tartós forrásból, míg az átmenetileg lekötött eszközöket pedig átmeneti forrásból célszerű finanszírozni. Ez a lejáratú illeszkedés tehát azt jelenti, hogy a vállalatok az optimális gazdálkodás érdekében igyekeznek az eszközeik lekötési idejét és forrásaik lejáratát közelíteni. A magyar vállalkozások esetében azért érdekes ennek a kérdésnek a vizsgálata, mert, ahogy már korábban is bemutatásra került, hogy a KKV szektor versenyképességének problémáit elsősorban az alacsony tőkeellátottság és a gyenge technikai színvonalon működő jelentős számú piaci szereplő okozza, ezért feltételezhetően kevés hosszú lejáratú forrás állt a vállalatok rendelkezésére az elmúlt években mind a saját tőkét, mind pedig a bankhiteleket tekintve. Hipotézisem alapján azt feltételeztem, hogy ez a probléma napjainkban már nem jellemző és a vállalkozások nem a rövid lejáratú forrásaikból finanszírozzák a befektetett eszközeiket. A korrekt eredmény érdekében szükség lenne a vállalkozások tartós forgóeszköz állományának az éves adataira is, ami azonban a minta adatbázisban nem állt rendelkezésre, ezért ezzel az adattal nem kalkuláltam az elemzés során.

A 28. ábra szerint, a lejáratil illeszkedés mutató átlagos értékei alapján látható, hogy mindhárom méretkategóriában konzervatív finanszírozási stratégia valósult meg a teljes időszak alatt (lejáratil illeszkedés mutató < 1), azaz a vállalkozások a befektetett eszközeiket, valamint a forgóeszközök egy részét is tartós forrásból finanszírozták. Megfigyelhető továbbá, hogy a közép-vállalkozások és a kisvállalkozások kisebb mértékben használták a tartós forrásaikat a forgóeszközök finanszírozására, mint a mikrovállalkozások. A közép-vállalkozások és a kisvállalkozások esetén hasonlóság volt megfigyelhető, mindkét méretkategóriában trendszerű csökkenés volt jellemző, amely a vállalkozások saját tőke arányának a folyamatos növekedéséből adódott, ugyanis a befektetett eszközök aránya a vizsgált időszakban nem változott. A vizsgált mikrovállalkozások átlagos lejáratil illeszkedés mutatója minimális ingadozás mellett állandónak tekinthető a vizsgált időszakban.

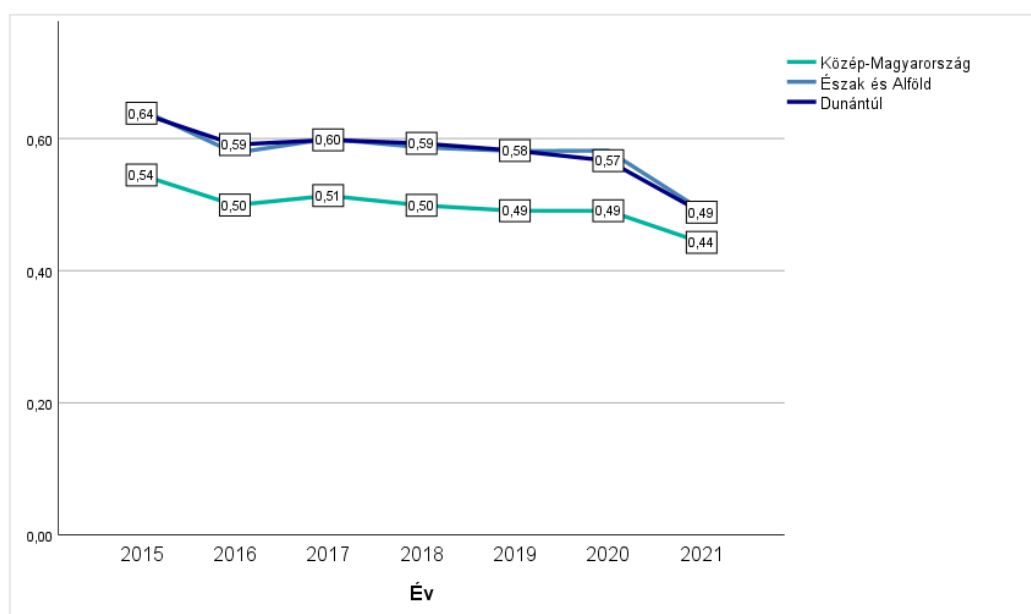


28. ábra: Az átlagos lejáratil illeszkedés mutató értékének változása méretekenkénti bontásban
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

Az, hogy a közép-vállalkozások és kisvállalkozások kevésbé használják a tartós forrásaikat a forgóeszközök finanszírozására, mint a mikrovállalkozások, több tényezőre is visszavezethető. A nagyobb méretű vállalkozásoknak általában jobb a pénzügyi stabilitásuk, pénzügyi helyzetük és az alkupozíciójuk, mint a mikrovállalkozásoknak, amelyek eredményeként könnyebben hozzáférhetnek a rövid távú hitelhez vagy a forgóeszközfinanszírozáshoz (pl.: szállítói tartozás), míg a mikrovállalkozásoknak általában korlátozott a hozzáférésük a finanszírozási forrásokhoz. A mikrovállalkozások üzemszerű működése ugyanakkor kevésbé diverzifikált, ezért a piacra való belépéshez kevésbé van

szükségük nagyobb beruházásokra (különösen igaz ez a szolgáltató szektorra), így a forgóeszközök finanszírozására való igényük is kisebb lehet.

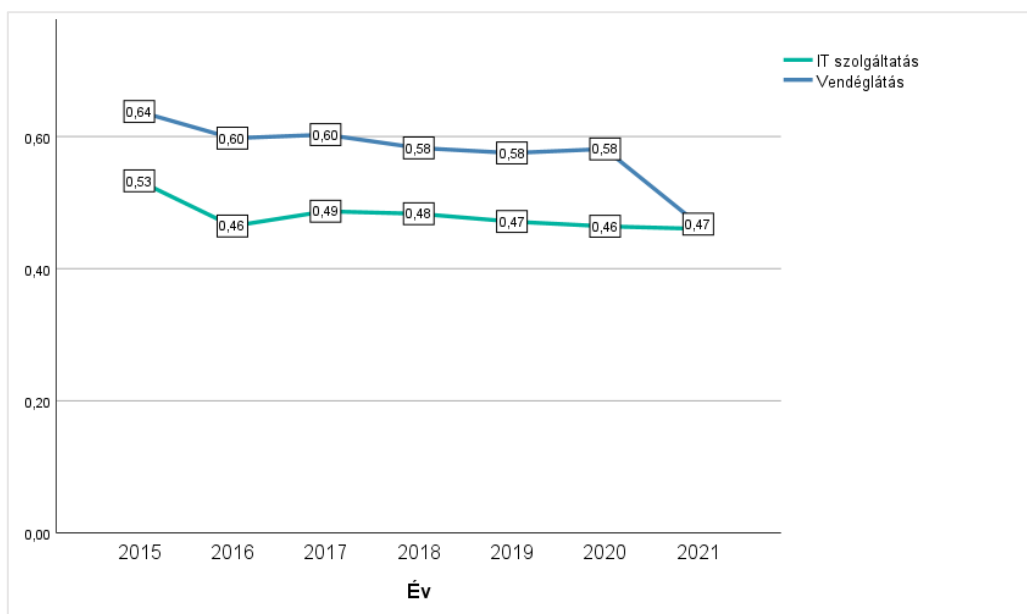
A 29. ábra szerint is biztonságos és likvid konzervatív finanszírozási stratégia rajzolódott ki a vállalkozások statisztikai régió szerinti vizsgálata alapján. A méret szerinti vizsgálathoz hasonlóan mindhárom statisztikai régióban a teljes időszak alatt 1-nél kisebb érték jelentkezett, továbbá mindhárom területen trendszerű csökkenés volt jellemző, amely a vállalkozások saját tőke arányának a folyamatos növekedéséből adódott, ugyanis a befektetett eszközök aránya a vizsgált időszakban nem változott. A dunántúli, északi és alföldi vállalkozások a mutató tekintetében szinte azonosságot jeleztek. A közép-magyarországi vállalkozásokra valamivel nagyobb mértékű likviditás és biztonság a jellemző, ezek a vállalkozások nagyobb mértékben használták a tartós forrásaikat a forgóeszközök finanszírozására, mint a dunántúli, északi és alföldi vállalkozások. Ennek az oka, hogy a dunántúli, északi és alföldi vállalkozások eszközstruktúrájában nagyobb arányban jelent meg befektetett eszköz, mint a közép-magyarországi vállalkozások esetében. A közép-magyarországi vállalkozások átlagos lejáratil illeszkedés mutatója minimális ingadozás mellett állandónak tekinthető a vizsgált időszakban.



29. ábra: Az átlagos lejáratil illeszkedés mutató értékének változása statisztikai régiókénti bontásban
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A lejáratil illeszkedés mutató átlagos értékeit iparáganként vizsgálva is 1 alatti érték jelentkezett a teljes időszak alatt. (30. ábra) Az éves adatokban 2015-2020 között mindkét

iparágban minimális változás volt megfigyelhető, amelyet a Vendéglátás ágazaton 2021-ben nagymértékű csökkenés követett. Az Információ-technológiai szolgáltatás ágazatban működő vállalkozásokra nagyobb mértékű likviditás és biztonság a volt jellemző a teljes időszakban, miután ebben az iparágban alacsonyabb arányban jelentek meg befektetett eszközök és ugyanakkor nagyobb arányú saját tőkével rendelkeztek.



30. ábra: Az átlagos lejáratil illeszkedés mutató értékének változása iparágankénti bontásban
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A lejáratil illeszkedés vizsgálata során megállapítást nyert, hogy az átlagos adatok alapján méret, statisztikai régió és iparág dimenzióban is konzervatív finanszírozás jellemző a magyar KKV szektor vállalkozásaira. A konzervatív stratégia esetén a vállalatot nem fenyegeti a fizetéseképtelenség veszélye, hiszen a kevés rövid lejáratú kötelezettségre bőséges fedezetet nyújt az időközben pénzzé váló forgóeszköz-állomány. A konzervatív stratégia problémája inkább az, hogy aláaknázza a vállalat jövedelmezőségét. Amennyiben a forgóeszközöket drága, magas hozamkövetelményű hosszú lejáratú forrásokkal finanszírozzuk meg, feleslegesen csökkentjük a vállalkozásunk jövedelmezőségét. Konzervatív finanszírozási stratégiának akkor van létjogosultsága, ha a vállalat valamilyen oknál fogva a rövid lejáratú forrásokhoz nem férhet hozzá, (például kis mérete miatt nem vehet fel szállítói hitelt) vagy forgóeszközeinek készpénzre váltása bizonytalan (elfekvő készletek, bizonytalan követelések).

A kapott eredmények azt igazolják, hogy a magyar KKV szektor vállalkozásai inkább a kiszámíthatóságra, jó likviditásra és biztonságra törekednek a működésük során, ugyanis

likviditási probléma esetén nem férnek hozzá azonnal és korlátlanul idegen forrásokhoz. Feltehetően ezért igyekeznek minden eszközt a tartós forrásból finanszírozni. Az esetek többségében tartós forrásokra hagyatkoznak és szolid vagy konzervatív finanszírozási stratégiát alkalmaznak az agresszív stratégia helyett.

Ugyanakkor az eredmények értékelésekor nem szabad figyelmen kívül hagyni azt a tényt sem, hogy a KKV szektor vállalkozásainak a mérleg adataiban (különös tekintettel a mikrovállalkozásokra, amelyek az elemzésbe bevont vállalkozások legnagyobb részarányát képezik), korlátozottan jelennek meg a befektetett eszközök, ugyanis sok esetben már olyan elhasználódott eszközöket használnak a vállalkozások az üzemszerű működés során, amelyeket már a számviteli törvény előírásainak megfelelően használatba vettek és értékcsökkenési leírás formájában már nullára leírtak. Ezeknél a vállalkozásoknál a befektetett eszköz hiánya torzítást okozhat a lejáratil illeszkedés mutató értékelése során.

A források költségét tekintve azt mondhatjuk, hogy az agresszív stratégia a legolcsóbb és a konzervatív stratégia a legdrágább. A vállalkozás jövedelmezőségének a javításához az a stratégia képes legjobban hozzájárulni, amelyik a legkisebb költséggel jár. Kockázati szempontú megközelítésben azonban a konzervatív stratégia a legkedvezőbb, hiszen ez alapvetően a tartós forrásokra támaszkodik. Ez a típus nagyon drága, azonban a legkisebb kockázat párosul mellé. Az agresszív stratégia inkább a nagyobb vállalkozásokra jellemző, akik nagyobb pénzügyi háttérrel, így nagyobb szaktudással is rendelkeznek. Ezek a vállalkozások kapacitások birtokában képesek arra, hogy a finanszírozásukat az olcsóbb rövid lejáratú forrásokra alapozzák, akár beruházások finanszírozására is igénybe vegyék azokat, mivel képesek azok folyamatos kontrollálására.

A fentiek alapján összefoglalva megállapítható, hogy a [H4](#) hipotézis beigazolódott, ugyanis a magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásaira 2015-2021 között minden vizsgált dimenzióban konzervatív finanszírozási stratégia volt jellemző.

4.6. AZ ELADÓSODOTTSÁG ÉS A POZITÍV EREDMÉNY VIZSGÁLATÁNAK EREDMÉNYEI

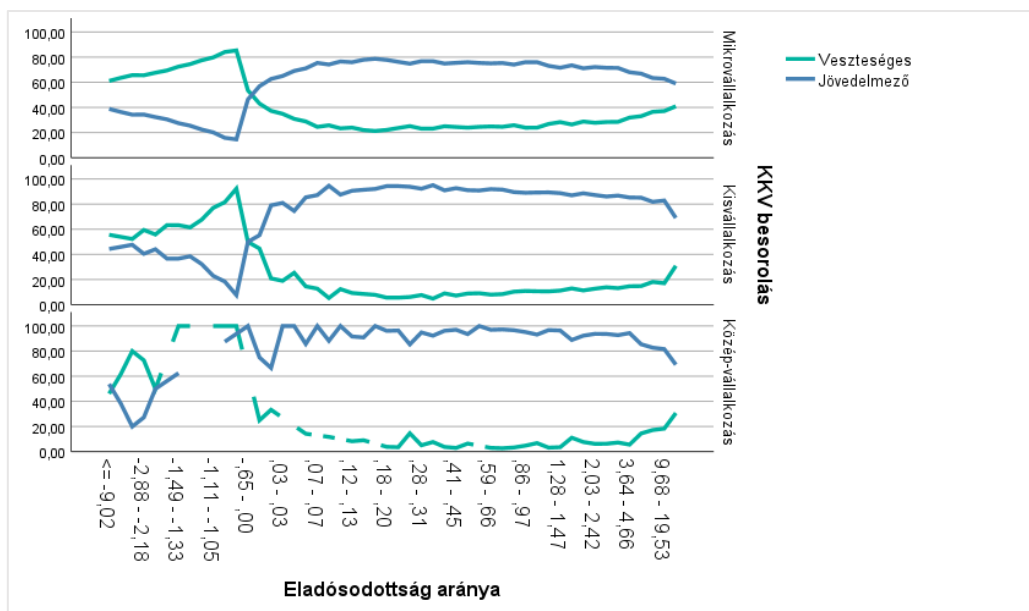
Disszertációm célkitűzései között szerepel, a pozitív eredmény és eladósodottság közötti kapcsolat feltárása, a megfigyelhető törvényszerűségeknek méret-, statisztikai régió- és iparág megközelítésű bemutatása.

H5: A magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásainál 2015-2021 között pozitív adózás előtti eredmény egy meghatározott eladósodottsági szint mellett jobban valószínűsíthető, továbbá ez a szint méret, statisztikai régió és iparág alapján eltérően érvényesül.

A vállalkozások számára fontos, hogy megfelelő egyensúlyt találjanak az eladósodottság és a pozitív eredmény között, mivel mindkét tényező befolyásolja a vállalkozás hosszú távú stabilitását és sikeres működését. Ezáltal az eladósodottság és a jövedelmezőség vizsgálata kiemelkedő szerepet játszik a tudatos vállalatvezetők életében, amely segítheti őket a helyes pénzügyi vagy stratégiai döntések meghozatalában, továbbá az erőforrásaik hatékonyabb felhasználásában és a gazdaságosabb működésben, ami ezáltal hozzájárulhat a vállalat hosszú távú sikeres fejlődéséhez. Az eladósodottság mértékének figyelemmel kísérése lehetővé teszi a vállalkozások számára, hogy időben felismerjék az esetleges pénzügyi kockázatokat és megfelelő intézkedéseket tegyenek a védekezés vagy a helyreállítás érdekében. Disszertációm korábbi eredményei már statisztikailag is igazolható módon bizonyították, hogy a tőkeszerkezetnek és a jövedelmezőségnek minden dimenzióban pozitív irányú gyenge és esetenként erős korrelációs kapcsolata van, ugyanakkor feltételezhető, hogy a tőkeáttétel növekedésének kedvező hatásai csak egy bizonyos pontig érvényesülnek.

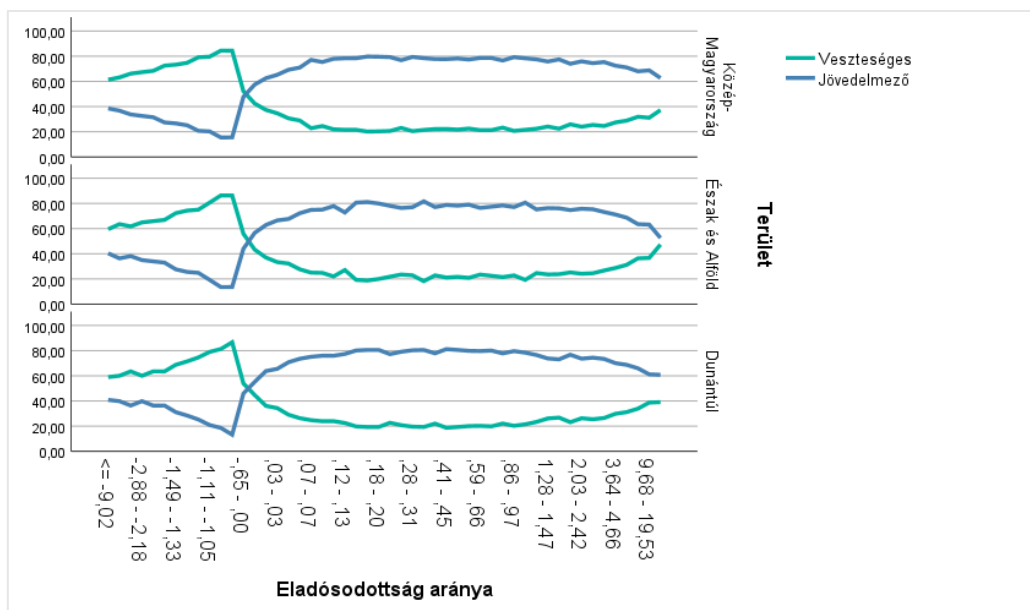
A 31. ábra látható, hogy a vállalkozások méret szerinti vizsgálatában különbségek fedezhetőek fel a jövedelmező és a veszteséges vállalkozások arányaiban. A kisvállalkozások és a közép-vállalkozások ugyanabban az eladósodottság arány kategóriában nagyobb részarányban tudtak pozitív eredményt elérni, mint a mikrovállalkozások. A legnagyobb negatív eladósodottsági aránnyal rendelkező mikrovállalkozások 61,1%-a nulla vagy negatív eredménnyel zárta az évet és 38,9%-a ért el pozitív eredményt. Ugyanebbe az eladósodottsági arány kategóriába tartozó kisvállalkozások már csak 55,6%-a, míg a közép-vállalkozások csak 46,2%-a volt veszteséges. Mindhárom méretkategóriában a veszteséges és a jövedelmező kategóriák közötti pozitív fordulópontot a -0,65-0,00 közötti kategória jelentette. A mikrovállalkozások veszteséges részaránya ezen a ponton a korábbi 85,4%-ról 53,6%-ra, a kisvállalkozások 92,3%-ról 50,0%-ra, míg a közép-vállalkozások 100,0%-ról 25,0%-ra csökkent. Ezt követően a mikrovállalkozások következő negatív fordulópontja 3,64-4,66 közötti kategóriában jelentkezett, ahol a jövedelmező vállalkozások részaránya 70% alá csökkent.

A kisvállalkozásokra és a közép vállalkozásokra jellemző, hogy minimális ingadozás mellett, az esetek többségében 0,05-6,32 eladósodottsági arány sávban a vállalkozások 85-95%-a pozitív eredményt biztosít. A közép-vállalkozások esetén szélsőséges adatok jöttek ki, ugyanis a vizsgált adatbázis legnagyobb arányban mikrovállalkozást tartalmazott.



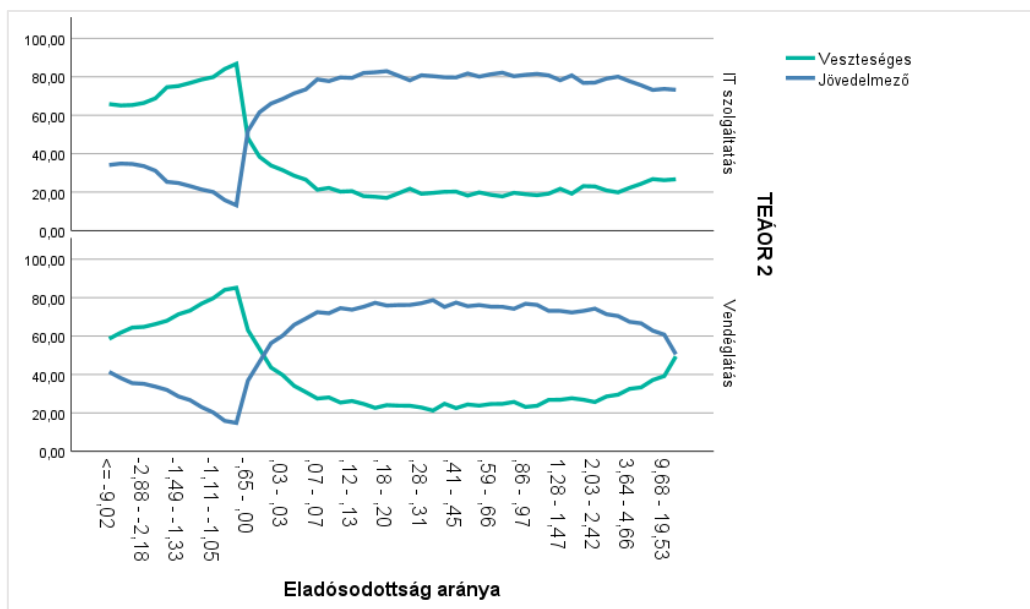
31. ábra: Jövedelmező és veszteséges vállalkozások aránya méretenként
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A 32. ábra látható, hogy a vállalkozások statisztikai régiók szerinti vizsgálatában hasonlóságok fedezhetőek fel a jövedelmező és a veszteséges vállalkozások arányaiban. Ebben a megközelítésben mindhárom területen ~3%-os ingadozás mellett szinte ugyanazok az értékek jelentkeztek. A legnagyobb negatív eladósodottsági aránnyal rendelkező vállalkozások mindhárom területen ~60,0%-a nulla vagy negatív eredménnyel zárta az évet és ~40,0%-a ért el pozitív eredményt. Mindhárom területen a veszteséges és a jövedelmező kategóriák közötti pozitív fordulóponthoz hasonlóan a -0,65 – 0,00 közötti kategória jelentette. A közép-magyarországi vállalkozások veszteséges részaránya ezen a ponton a korábbi 84,4%-ról 52,2%-ra, az északi és alföldi vállalkozások 86,4%-ról 55,9%-ra, míg a dunántúli vállalkozások 86,7%-ról 54%-ra csökkent. A közép-magyarországi vállalkozások 0,05-9,67 eladósodottsági arány sávban, északi és alföldi vállalkozások 0,07-6,32 eladósodottsági arány sávban, míg a dunántúli vállalkozások 0,07-6,32 eladósodottsági arány sávban több, mint 70%-os részaránya pozitív eredményt ért.



32. ábra: Jövedelmező és veszteséges vállalkozások aránya statisztikai régióknként
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A 33. ábra látható, hogy a vállalkozások iparág szerinti vizsgálatában jelentős különbségek fedezhetőek fel a jövedelmező és a veszteséges vállalkozások arányaiban. Az Információtechnológiai szolgáltatás ágazatban működő vállalkozások ugyanabban az eladósodottság arány kategóriában nagyobb részarányban tudtak pozitív eredményt elérni, mint a Vendéglátás ágazatban működő vállalkozások.



33. ábra: Jövedelmező és veszteséges vállalkozások aránya iparáganként
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

A legnagyobb negatív eladósodottsági aránnyal rendelkező vállalkozások az IT szolgáltatás ágazatban 65,9%-a nulla vagy negatív eredménnyel zárta az évet és 34,1%-a ért el pozitív eredményt, míg a Vendéglátás ágazatban ebben a kategóriában csak 58,6% volt veszteséges. Mindkét ágazatban a veszteséges és a jövedelmező kategóriák közötti pozitív fordulópontot (a méret és statisztikai régiók szerinti vizsgálathoz hasonlóan) a $-0,65 - 0,00$ közötti kategória jelentette. Az IT szolgáltatás ágazatban a vállalkozások veszteséges részaránya ezen a ponton a korábbi 86,8%-ról 48,2%-ra, a Vendéglátás ágazatban a vállalkozások 85,2%-ról 63,1%-ra csökkent. Az IT szolgáltatás ágazatban a vállalkozások $0,07-9,67$ eladósodottsági arány sávjában, a Vendéglátás ágazatban a vállalkozások $0,14-3,63$ eladósodottsági arány sávjában több, mint 70%-os részaránya pozitív eredményt ért.

Összefoglalva tehát megállapítható, hogy minden dimenzióban előfordult, hogy a negatív saját tőkével rendelkező vállalkozások (10-40 %) pozitív adózás előtti eredményt értek el egy üzleti évben. Ez feltételezhetően a korábbi évek negatív eredményire vezethető vissza, és levonható az a következtetés, hogy ezek a vállalkozások jövedelmező pályára léptek. A grafikonokból kiolvasható az a tendencia is, hogy amint a saját tőke értéke átvált pozitív tartományba, minden dimenzióban meredeken javulni kezd a pozitív adózás előtti eredményt elérő vállalkozások részaránya, amit minimális $\sim 5\%$ alatti ingadozás mellett egy hosszabb tartományban fenttartható kevésbé intenzív tendencia követ. Ettől a ponttól az eladósodottság növekedésével párhuzamosan nyílik a pozitív eredménnyel és a negatív vagy nulla eredménnyel rendelkező vállalkozások részaránya. Ez a tendencia mindhárom dimenzióban eltérő, de a $0,00-6,32$ eladósodottsági arány tartomány minden dimenzióban optimális eladósodottsági szintnek mondható, ebben a tartományban a vállalkozások több, mint 70%-a pozitív eredményt ért el.

Méret és statisztikai régiók szerinti megközelítésben már kifejezetten alacsony, $0,01$ eladósodottsági arány szinten figyelhetjük meg azt a pontot, amely felett már nagyobb arányban fordulnak elő pozitív adózás előtti eredménnyel rendelkező vállalkozások, mint veszteséges vállalkozások. Ugyanez a szint az IT szolgáltató szektorban egy eladósodottsági arány kategóriával alacsonyabb, a Vendéglátás szektorban pedig egy eladósodottsági arány kategóriával magasabb ($0,02$). Az eladósodottság aránya tekintetében a pozitív és nulla vagy negatív eredményt elérő vállalkozások arányát kifejező görbék összetartanak, de azok nem

metszik egymást így a pozitív eredményt előrejelző eladósodottsági arány szint maximuma csupán feltételezhető.

A fentiek alapján összefoglalva megállapítható, hogy a [H5](#) hipotézis beigazolódott, ugyanis a magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásainál 2015-2021 között az eladósodott és nyereséges vállalkozások aránya mindhárom dimenzióban eltérő, de létezik egy olyan eladósodottsági szint, amely mindhárom dimenzióban optimálisnak mondható.

5. ÚJSZERŰ EREDMÉNYEK, TÉZISEK, KÖVETKEZTETÉSEK, JAVASLATOK

A hipotézisek értékelésénél a kutatásomban alkalmazott valamennyi módszer eredményét figyelembe vettem, azonban igyekeztem a többváltozós statisztikai módszerekkel alátámasztott megállapításokat nagyobb súllyal figyelembe venni.

5.1. A HIPOTÉZISVIZSGÁLATOK EREDMÉNYEINEK ÖSSZEFOGLALÁSA

Információ-technológiai szolgáltató és Vendéglátó ágazatba tartozó, magyar KKV szektor tőkeszerkezetének 2015-2021 közötti értékelő elemzésével kapcsolatban öt hipotézist fogalmaztam meg, majd a hipotéziseket primer adatbázison többféle statisztikai eljárás segítségével teszteltem.

29. táblázat: A kutatás hipotéziseinek ellenőrzése

Hipotézisek	Eredmény
H1: Szignifikáns különbségek figyelhetők meg méret, statisztikai régió, és iparág alapján a magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásainak tőkeszerkezetében 2015-2021 között.	Elfogadva
H2: A magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásainál 2015-2021 között a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség, a tőkeszerkezet és a likviditás, valamint a jövedelmezőség és likviditás közötti kapcsolat erőssége és iránya függ a vállalkozás méretétől, statisztikai régiójától és tevékenységi körétől.	Részben elfogadva
H3: A magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) 2015-2021 között működő vállalkozásai vagyoni- pénzügyi- és jövedelmezőségi mutatószámai alapján homogén csoportokba sorolhatóak, amely csoportokban a tőkeszerkezet és jövedelmezőség, valamint a tőkeszerkezet és likviditás közötti kapcsolat erőssége és iránya eltérő.	Elfogadva
H4: A magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásainál 2015-2021 között méret, statisztikai régió és iparág alapján is konzervatív finanszírozási stratégia érvényesül a lejáratú illeszkedést illetően, miszerint a vállalkozások a befektetett eszközeiket és a forgóeszközök nagy részét is hosszú lejáratú forrásból finanszírozzák.	Elfogadva

Hipotézisek	Eredmény
<p>H5: A magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásainál 2015-2021 között pozitív adózás előtti eredmény egy meghatározott eladósodottsági szint mellett jobban valószínűsíthető, továbbá ez a szint méret, statisztikai régió és iparág alapján eltérően érvényesül.</p>	<p>Részben elfogadva</p>

(Forrás: Saját szerkesztés)

5.2. ÚJ TUDOMÁNYOS EREDMÉNYEK

Kutatásomban a korábbi, tőkeszerkezet elemzéssel foglalkozó kutatásoktól eltérően nem kizárólag a tőkeszerkezet meghatározó tényezők kapcsolatát, illetve irányát és erősségét vizsgáltam, hanem a koronavírus-világjárvány időszakában és azt megelőzően megfigyelhető tendenciák, törvényszerűségek bemutatására is törekedtem. A kutatás egyediségét az adja, hogy az Információ-technológiai szolgáltatás és a Vendéglátás ágazatok tőkeszerkezetét, jövedelmezőségét és likviditását a vállalkozások méretbeli különbözőségeivel, valamint statisztikai régiók szerinti hovatartozás eltéréseivel mutatja be, majd az így kapott eredményekből összehasonlító értékelő elemzéssel mutat rá a koronavírus világjárványt megelőzően megfigyelhető tendenciákra, valamint a járvány alatt bekövetkező változásokra. Kutatásom megállapításai ebből a szempontból is előrelépést jelentenek hazai vállalkozások tőkeszerkezetének a vizsgálatánál, hiszen amellett, hogy a koronavírus-világjárvány által érintett, jelenleg is aktuális időszakot vizsgál, egyúttal feltárja a méret, statisztikai régiók szerinti elhelyezkedés és az iparági hovatartozás által determinált hasonlóságokat.

A kapott eredmények alapján a következőkben a kutatás téziseit foglalom össze:

T1: Szignifikáns különbségek figyelhetőek meg méret, statisztikai régió, és iparág alapján a magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásainak tőkeszerkezetében 2015-2021 között, amely szerint a legnagyobb tőkeáttétellel az Információ-technológia szolgáltatás ágazatban és Közép-magyarországi statisztikai régióban működő középvállalkozások rendelkeznek.

Ez az eredmény rámutat arra, hogy az Információ-technológia szolgáltatás ágazat egyike a magyar gazdaság legkevésbé sérülékeny területeinek, amelynek teljesítménye az elmúlt évtizedekben folyamatosan, a gazdasági recessziók idején is emelkedett. Figyelembe

véve, hogy napjainkban minden tranzakciót az IT szektor a technológia útján közvetít, ezt a tendenciát a koronavírus-világjárvány sem törte meg, a hirtelen megváltozott társadalmi és gazdasági körülmények az infokommunikációs technológiák iránti igény növekedésével jártak. Ez a növekedési potenciál tovább erősítette a Közép-Magyarországon koncentrálódó és stabil pénzügyi háttérrel rendelkező középvállalkozások alkupozícióját, amelynek eredményeként könnyebben férhettek hozzá idegen tőkéhez.

T2: A magyar KKV szektor vizsgált Információ-technológia szolgáltatás ágazat és Vendéglátás ágazat vállalkozásainál 2015-2021 között a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség, a tőkeszerkezet és a likviditás, valamint a jövedelmezőség és likviditás közötti kapcsolat erőssége függ a vállalkozás méretétől, statisztikai régiók szerinti elhelyezkedésétől és tevékenységi körétől, azonban a kapcsolat irányát ezek a dimenziók nem befolyásolják.

Eredményeim azt igazolták, hogy a saját tőke növelése csekély mértékben javítja a vizsgált vállalkozások jövedelmezőségét és likviditását, a jövedelmezőség növelésével kismértékben javul a likviditás, ugyanakkor a megfigyelt gyenge és közepes kapcsolat arra hívja fel a figyelmet, hogy a tőkeszerkezet, a jövedelmezőség, valamint a likviditás kapcsolatát jellemzően más tényezők is nagymértékben befolyásolják.

T3: A magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) 2015-2021 között működő vállalkozásai vagyoni- pénzügyi- és jövedelmezőségi mutatószámai alapján létrehozott homogén klaszterekben a tőkeszerkezet és jövedelmezőség, valamint a tőkeszerkezet és likviditás közötti kapcsolat erőssége és iránya a legtöbb vizsgált dimenzióban eltérő.

Eredményeim alátámasztják a finanszírozási portfóliók ágazat- és klaszterspecifikus differenciálásának szükségességét, annak érdekében, hogy azok a különböző csoportok sajátosságaihoz igazodva hatékonyan tudják támogatni a KKV szektorba tartozó vállalkozások növekedését, versenyképességét és fenntarthatóságát.

T4: A magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásaira 2015-2021 között az alacsony kockázattal járó, biztonságos működést biztosító konzervatív finanszírozási stratégia jellemző, amely a koronavírus-világjárvány okozta gazdasági bizonytalanságok időszakában sem változott.

A kapott eredmények rámutatnak arra, hogy a vizsgált vállalkozások a legdrágább finanszírozási stratégiát alkalmazzák, amely a vállalat értékének maximalizálását nem tudja biztosítani és kevésbé ösztönöz a változásokra történő illeszkedésre.

T5: A magyar KKV szektorba tartozó, általam vizsgált két ágazat (Információ-technológia szolgáltatás és Vendéglátás) vállalkozásainál 2015-2021 között az eladósodott és nyereséges vállalkozások aránya méret, statisztikai régió és iparág alapján eltérő, de létezik egy olyan eladósodottsági szint, amely mindhárom dimenzióban optimálisnak mondható.

5.3. KÖVETKEZTETÉSEK, JAVASLATOK

A koronavírus-világjárvány okozta gazdasági válság a vállalatok többségét készületlenül érte 2020 elején, pedig sokak szerint a helyzet korántsem volt váratlan, sőt hasonló járványokra a jövőben is számítanunk kell. Éppen ezért különösen fontos a vállalkozások tőkeszerkezetére jellemző trendek, tendenciák, a pandémia okozta kockázatok tükrében történő áttekintése, rendszerezése, hiszen ez lehet egy későbbi sikeres kockázatkezelés kiindulópontja. Az értekezés áttekintést nyújt az egyes magyarországi statisztikai régiók folyamataihoz, valamint lehetővé teszi azok szintetizáló helyzetértékelését és összehasonlítását. Ebben az időszakban az Információ-technológia szolgáltatás ágazat és Vendéglátás ágazat ilyen jellegű összehasonlító elemzése kiemelten időszerűnek tekinthető, mivel az informatika szerepe a koronavírus-világjárvány következtében jelentősen felértékelődött, ugyanis ez a terület nemcsak a versenyképesség fenntartásában játszik fontos szerepet, hanem egyre inkább központi válik, miután a koronavírus-világjárvány időszakában minden tranzakciót az IT szektor a technológia útján közvetít. Ugyanakkor a vendéglátás az egyik olyan ágazat, amely rendkívül nagy veszteséget könyvelhetett el, miután az emberek élete a világjárvány megjelenésével a távolságtartásra és egyéb korlátozásokra épült. A világjárvány kedvezőtlen hatásait a vendéglátás teljesítményének változása is alátámasztja.

A tőkeszerkezet, a jövedelmezőség és a likviditás kapcsolatának igazolására, valamint a jövedelmezőséget meghatározó tényezők feltárására irányuló célkitűzésem főbb eredményei nem csak a hasonló területen kutatók számára, hanem a gyakorlott pénzügyi vezetők számára is hasznos lehet, ugyanis ezzel a tudatos döntéseken keresztül hozzájárulhatnak a vállalkozásuk tőkeköltségének a csökkentéséhez és ezáltal a jövedelmezőbb vállalati

működéshez. Az értekezésemben meghatározásra kerültek méret, statisztikai régió és iparág alapján a tőkeszerkezetre jellemző különbségek, többféle csoportosítás alapján a tőkeszerkezet jövedelmezőséggel és likviditással való kapcsolata, a KKV szektorra jellemző finanszírozási stratégia, valamint az az eladósodottsági tartomány, amely mellett a vállalkozások nagy része várhatóan pozitív adózás előtti eredményt tud elérni. A kapott eredmények értékelésekor azonban figyelemmel kell lenni a vállalkozás speciális körülményeire, mikro- és makrogazdasági környezetére. Különösen igaz ez a KKV szektorra, ahol nem lehet eltekinteni a nagyfokú bizonytalanságot magában hordozó kockázati tényezőktől.

Az elemzésem során arra a megállapításra jutottam, hogy a vállalkozások méretének eltérő módszertani meghatározása (a törvény szerinti KKV besorolás, a mérlegfőösszeg vagy az értékesítésből származó nettó árbevétel alapján történő kategorizálás) jelentősen képes befolyásolni különböző méretkategóriákban megjelenő eredményeket a vállalkozások tőkeszerkezete és jövedelmezősége, valamint ezek közötti összefüggések vizsgálatában. Ez felveti annak szükségességét, hogy a KKV szektor vállalkozásainál a finanszírozási és hitelbírálati vagy támogatási eljárások során a törvény szerinti KKV besorolás mellett figyelembe vegyünk további, részletesebb csoportosításokat is.

Statisztikai régiók szerinti összehasonlításban megállapítottam, hogy jelentős eltérések figyelhetők meg a magyar KKV szektor vizsgált vállalkozásainál, amelyek hatással vannak a vállalkozások tőkeszerkezetére, jövedelmezőségére és likviditására. Eredményeim rámutatnak továbbá arra is, hogy a regionális fejlesztési stratégiák kidolgozásakor és végrehajtásakor szükség van a helyi vállalkozások sajátosságainak és igényeinek alaposabb megértésére és figyelembevételére.

Az iparági adatok elemzése alapján, megállapítható, hogy a Vendéglátás ágazat tőkeszerkezete, jövedelmezősége és likviditása nagymértékben elkülönül az Információ-technológia szolgáltatás ágazatban működő vállalkozásoktól, ami leginkább a nagyfokú bizonytalanságot jelentő kockázati tényezőkre (a szezonális, a költségek - alapanyag árak és energia árak - ingadozása) vezethető vissza. Mindezek alapján olyan támogatások kidolgozását tartom szükségesnek, amelyek beruházás ösztönző hatásuk révén könnyen hozzáférhetőek a KKV szektor alacsony tőkeellátottsággal rendelkező vállalkozásai számára, továbbá képesek a digitalizáció erősítésével és energia hatékonyság növelésével javítani az ágazat jövedelmezőségét és hozzájárulnak a versenyképesség megőrzéséhez.

A megállapított új tudományos eredmények alapján arra a következtetésre jutottam, hogy a vizsgált vállalkozások optimális tőkeszerkezete nem egy konkrét pontban, hanem meghatározott tartományban határozható meg, amely több mikro- és makrogazdasági tényező együttes hatásának eredményeként állapítható meg.

A kutatásban megjelent eredmények más kutatók számára is teret engednek későbbi kutatások tovább folytatására és a jelenlegi munka kiterjesztésére. A gazdasági válságok időszakának a vizsgálata számos lehetőséget rejt még magában, az elemzés több évre való kiterjesztésével, az eszköz- és forrásstruktúra részletesebb vizsgálatával vagy más ágazatok vizsgálatával ez az elemzés egy későbbi komplex értékelésnek lehet a megindítója, amely a koronavírus-világjárvány vagy bármilyen más válság gazdasági hatásainak dinamikáját, összefüggéseit, kölcsönhatásait segít megérteni. Ezzel együtt a tőkeszerkezet, jövedelmezőséget és likviditást befolyásoló tényezők vizsgálatába célszerű lenne más mikro- és makrogazdasági tényezőket, vagy a gazdaságszociológia és gazdaságpszichológia eszközein keresztül a vállalatvezetők döntéshozatalára ható érzelmi tényezőket is bevonni, amely szintén új tudományos igényű eredményekhez vezethetnek. A tőkeszerkezet alakulását méret, statisztikai régió és iparág vizsgálatán túl a vállalkozás életciklusával is be lehetne mutatni, ugyanis különböző életszakaszokban más és más pénzügyi problémákkal kell szembenézniük a vállalatvezetőknek, így az alapítás és a működés megkezdése, a növekedés, a stabilitás vagy éppen a hanyatlás, vagyis a válság idején is különböző összetételét figyelhetjük meg a rendelkezésre álló tőkének. Hasznos információkkal szolgálhatna továbbá a KKV szektorban elérhető különböző finanszírozási formák eltérő kockázatából és költségéből adódó jövedelmezőségre gyakorolt hatások elemzése.

6. ÖSSZEFOGLALÁS

Disszertációmban a 2015-2021 közötti időszak vonatkozásában méret, statisztikai régió és iparág szerinti csoportosításban vizsgáltam a magyar KKV szektor kettős könyvvitelt vezető Információ-technológiai szolgáltatás ágazatának és Vendéglátás ágazatának tőkeszerkezetét, a likviditását és a jövedelmezőségi helyzetét. Doktori értekezésem célja, hogy a vizsgált vállalkozások körében, méret, statisztikai régió, és iparág szerinti különbségeket is figyelembe véve feltárja, hogy a tőkeszerkezet időbeli alakulása (különös tekintettel a koronavírus világjárvány időszakára) hogyan befolyásolja a jövedelmezőséget, illetve a likviditást továbbá, hogy meghatározza, a jövedelmezőség és a likviditás kapcsolatát, valamint azok összefüggéseit.

Disszertációm 2. fejezetében a releváns hazai és nemzetközi szakirodalom feldolgozására koncentráltam. Bemutattam és rendszerbe foglaltam a finanszírozás formáit, kitértem az egyes tőkeelemek költségeire, amelyek a disszertáció egyik fő kérdésének az alapját adják. A 2. fejezet végén helyzetképet mutattam a KKV szektorról, a koronavírus-világjárványról, a Vendéglátás és az Információ-technológiai szolgáltatás ágazatokról.

A 3. fejezetben ismertettem a doktori értekezéshez kialakított adatbázist, a vagyoni, pénzügyi és jövedelmezőségi helyzet mutatószámait, azok alkalmazott számítási módjait, a vizsgálatba bevont mutatószámok terjedelmét, a szélső értékek eltávolításánál alkalmazott számítási módszertant, a vállalkozások csoportosításának a módszertanát, a vállalkozások megoszlását méret, statisztikai régiók és iparág szerint, az alkalmazott statisztikai módszerek részletes leírását, továbbá az elemzés korlátait.

A 4. fejezetben bemutattam és ábrázoltam a KKV szektor vizsgált vállalkozásainak eszköz- és forrásstruktúrájának alakulását, a tőkeszerkezet, jövedelmezőség és likviditás kapcsolatának változását, feltárva a méret, statisztikai régiók szerinti és iparági tendenciákkal való összefüggéseket, továbbá az egyes homogén vállalatcsoportokra jellemző sajátosságokat. Ezt követően elemeztem, hogy a vizsgált vállalkozások esetén a vizsgált időszakban miként érvényesül a finanszírozási stratégia a lejáratil illeszkedést illetően. A fejezet utolsó részében a vizsgált vállalkozások nyereséges és veszteséges működésére jellemző törvényszerűségeket tártam fel, méret, statisztikai régiók és iparág mentén.

Az 5. fejezetben kerültek összefoglalásra a hipotézisvizsgálatok eredményei, itt kerültek megfogalmazásra az új tudományos eredmények, továbbá a következtetések és javaslatok a jelenlegi értekezés kiterjesztésére.

Értekezésem egyik megállapítása, hogy az Információ-technológia szolgáltatás ágazat egyike a magyar gazdaság legkevésbé sérülékeny területeinek, amelynek teljesítménye az elmúlt évtizedekben folyamatosan, a gazdasági recessziók idején is emelkedett, ezt a tendenciát a koronavírus-világjárvány sem törte meg. Eredményeim alátámasztják továbbá a finanszírozási portfóliók ágazat- és klaszterspecifikus differenciálásának szükségességét, annak érdekében, hogy azok a különböző csoportok sajátosságaihoz igazodva hatékonyan tudják támogatni a KKV szektorba tartozó vállalkozások növekedését, versenyképességét és fenntarthatóságát.

Álláspontom szerint, eredményeim releváns információkkal bírnak a hazai KKV szektor vállalkozásai számára, különösen egy finanszírozási nehézségekkel járó gazdasági válság időszakában, amelyek az azt követő időszakban is hasznosíthatóak. Meggyőződésem, hogy az értekezésben megfogalmazott új tudományos eredmények az aktuális piaci és egyéb körülmények figyelembevételével segíthetik a KKV szektor vállalkozásainak a vezetését az megfelelő döntések meghozatalában.

7. SUMMARY

In my dissertation, for the period of 2015-2021, I examined the capital structure, liquidity, and profitability of the Hungarian SME sector's double-entry bookkeeping businesses in the Information Technology Services and Hospitality sectors, classified by size, statistical region, and industry. The purpose of my doctoral dissertation is to uncover, considering differences in size, statistical region, and industry among the examined businesses, how the temporal evolution of the capital structure (with special emphasis on the period of the coronavirus pandemic) influences profitability and liquidity, and to determine the relationship between profitability and liquidity, as well as their correlations.

In Chapter 2 of my dissertation, I focused on the processing of relevant domestic and international literature. I presented and systematized the forms of financing, addressed the costs of various capital elements, which form the basis of one of the main questions of the dissertation. At the end of Chapter 2, I provided an overview of the SME sector, the coronavirus pandemic, and the Hospitality and Information Technology Services sectors.

In Chapter 3, I described the database developed for the doctoral dissertation, the indicators of asset, financial, and profitability status, their applied calculation methods, the scope of the indicators included in the study, the methodology used for removing outliers, the methodology for classifying businesses, the distribution of businesses by size, statistical regions, and industries, a detailed description of the applied statistical methods, and the limitations of the analysis.

In the chapter 4, I presented and illustrated the changes in the asset and resource structure of the examined SME sector businesses, the relationship between capital structure, profitability, and liquidity, revealing the correlations with trends by size, statistical regions, and industries, as well as the characteristics specific to certain homogeneous company groups. After that, I analyzed how the financing strategy applies in the case of the examined enterprises in the examined period in terms of maturity matching. The last part of the chapter uncovered the regularities characteristic of profitable and unprofitable operations of the examined businesses along size, statistical regions, and industries.

In the chapter 5, I summarized the results of hypothesis testing, where the new scientific results were formulated, as well as conclusions and suggestions for extending the current dissertation.

One of the conclusions of my dissertation is that the Information Technology Services sector is among the least vulnerable areas of the Hungarian economy, whose performance has continuously increased over the past decades, even during economic recessions, a trend that was not disrupted by the coronavirus pandemic. My results further support the necessity of sector- and cluster-specific differentiation of financing portfolios, in order to effectively support the growth, competitiveness, and sustainability of businesses in the SME sector, by adapting to the unique characteristics of different groups.

I believe my results provide relevant information for the businesses of the domestic SME sector, especially during an economic crisis accompanied by financing difficulties, which can be utilized in the subsequent period as well. I am convinced that the new scientific findings formulated in the dissertation can assist the management of SME sector businesses in making appropriate decisions, taking into account current market and other circumstances.

MELLÉKLETEK

1. M: IRODALOMJEGYZÉK

1. Abor, J. (2008): Determinants of the Capital Structure of Ghanaian Firms. In: African Economic Research Consortium (AERC), Nairobi, Paper 176
2. Acedo-R., M. A., Ruiz-C., F. J. (2014): Determinants of Capital Structure: United Kingdom versus Continental European Countries. In: Journal of International Financial Management & Accounting, 25 (3) 237-270. p., <http://doi.org/10.1111/jifm.12020>
3. Al-Thuneibat, A. (2018): The Relationship between the Ownership Structure, Capital Structure and Performance. In: Journal of Accounting- Business & Management, 25 (1) 1-20. p., <https://doi.org/10.31966/jabminternational.v1i25.326>
4. Altman, E. I. (1968): Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, The Journal of Finance, Vol. 23, No. 4, pp. 589-609., <https://doi.org/10.2307/2978933>
5. Ambrus, R. A. (2015): Számvitel és adózás, különös tekintettel a nyilvántartási és adókötelezettségek kapcsolatára. In: Gazdaság és Társadalom, 7 (különszám) 18-32. p., <https://doi.org/10.21637/GT.2015.00.02>
6. Arutyunjan, A. (2002): A mezőgazdasági vállalatok fizetéseképtelenségének előrejelzése, Gödöllő: Szent István Egyetem, Közgazdaságtudományi Doktori Iskola
7. Baka, I., Bánfi, T., Sulyok-Pap, M. (1997): Pénzügytan. Nemzetgazdasági pénzügyek II. Budapest, 263. p.
8. Baker S., Bloom N., Davis S.J., Terry S.J (2020): COVID Induced Economic Uncertainty, NBER Working Paper No. 26983, <http://www.nber.org/papers/w26983>
9. Balla, A. (2006): Tőkeszerkezeti döntések- empirikus elemzés a magyar feldolgozóipari vállalatokról 1992-2001 között. In: Közgazdasági Szemle, 53 (július- augusztus) 681-700. p.
10. Balogné, B. A., Mundaca, G. (2011): Export Market Participation and Other Determinants of Capital Structure: The Case of Hungarian Manufacturing Firms. In: (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1929170)

11. Baloghné, B. A., Mundaca, G. (2015): Az exporttevékenység tőkeszerkezeti döntésre gyakorolt hatása: empirikus vizsgálat a magyar feldolgozóipari vállalatok esetében. In: Bélyácz I. (szerk.): A vállalati növekedés tapasztalatai az 1993-2012 közötti időszakban. Akadémia Kiadó 132-181. p.
12. Bancel, F., Mittoo, U. R. (2010): Financial flexibility and the impact of global financial crisis: Evidence from France. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1587302>
13. Baranyi, A (2018): A magyarországi vállalati szektor pénzügyi típusjelenségeinek vizsgálata a 2006–2015 közötti időszakban, Líceum Kiadó, Eger, ISBN 978-615-5621-89-5
14. Baranyi, A. Siklósi, V., Széles, Zs. (2022): A fenntarthatóság érvényesülése a pénzügyekben, *Acta Carolus Robertus*, 12(2), 48–59. (2022), <https://doi.org/10.33032/acr.2903>
15. Baranyi, A., Csernák, J., Péli, T. (2021): Methodological Analysis of the Relationship Between Key Corporate Financial Indicators and Stock Returns, XVI. FIKUSZ 2021 International Conference, Budapest, Magyarország : Óbudai Egyetem, Keleti Károly Gazdasági Kar (2021)
16. Baranyi, A., Pataki, L., (2002): The theoretical and practical problems of financing agri-enterprises supported by examples in Heves county. In: BULLETIN OF THE SZENT ISTVÁN UNIVERSITY (GÖDÖLLŐ) 147-156. p.
17. Baranyi, A., Széles, Zs., Pataki, L., Kovács, T. (2011): "Hitel, Világ, Stádium" Nemzetközi Tudományos Konferencia tanulmánykötete [Publications of the International Scientific Conference "Credit, World, Stage"]. Nyugat-magyarországi Egyetem Közgazdaságtudományi Kar, Sopron, pp. 1-7. ISBN 978-963-9883-73-4
18. Barton, S. L., Gordon, P.J. (1988): Corporate strategy and capital structure. *Strategic Management Journal* 9 (6): 623 – 632., <https://www.jstor.org/stable/2486694>
19. Beaver, W. (1966): Financial ratios as predictors of failure, empirical research in accounting: selected studies, *Journal of Accounting Research*, Supplement to Vol. 5, pp. 1-111., <http://www.jstor.org/stable/244122>
20. Békés, G., Halpern, L., Muraközy B. (2013): Külkereskedelem és a vállalatok közötti különbségek. *Közgazdasági Szemle*, 60 (1). pp. 1-24. ISSN 0023-4346, <http://real.mtak.hu/id/eprint/6391>

21. Belovecz, M., Borszéki, É. (2013): Osztalékfizetési politika a különböző méretű mezőgazdasági vállalkozásoknál. In: *Gazdálkodás* 57 (1) 42-57. p.,
<https://www.doi.org/10.14751/SZIE.2016.013>
22. Bélyácz I. (2013): A befektetések és a tőkepiac. Budapest, Magyarország : Akadémiai Kiadó (2013) , 149 p. ISBN: 9789630593618
23. Bélyácz, I. (1997): Tőkeberuházási és finanszírozási döntések, Janus Pannonius Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar, Pécs, ISBN: 963-641-383-5
24. Bélyácz, I. (2007). A vállalati pénzügyek alapjai. Aula Kiadó, Budapest, ISBN: 978-963-969-813-0
25. Bélyácz, I. (2009): Befektetési döntések megalapozása. Aula Kiadó, Budapest
26. Bernardo, C. J., Albanez, T., Securato, J. R. (2018): Macroeconomic and Institutional Factor, Debt Composition and Capital Structure of Latin American Companies. In: *Brazilian Business Review (BBR)* 15 (2) 152-174. p.,
<https://doi.org/10.15728/bbr.2018.15.2.4>
27. Béza D., Csákiné F. J., Csapó K., Csubák T. K., Farkas Sz., Szerb L. (2013): *Kisvállalkozások finanszírozása. [H.n.] Perfekt Kiadó*
28. Bhide A. (1992): Bootstrap finance: the art of start-ups. *Harv Bus Rev.* 1992 Nov-Dec;70(6):109-17. PMID: 10122688.
29. Bíró, T., Kresalek, P., Pucsek, J., Sztanó, I. (2012): A vállalkozások tevékenységének komplex elemzése. Perfekt Kiadó 2012, ISBN: 9789633948125
30. Borszéki, É. (1998): Agrárfinanszírozás az EU-csatlakozás tükrében. *Georgikon Napok, Keszthely 1998. szeptember. Konferencia előadás*
31. Borszéki, É. (2008): A jövedelmezőség és a tőkeszerkezet összefüggései a vállalkozásoknál. In: *Bulletin of the Szent István University, Special Issue Part II. Gödöllő*, 391-401. p., ISSN 1586-4502, <http://dx.doi.org/10.22004/ag.econ.43325>
32. Bowen, R. M., Daley L. A., Huber, C. C. (1982): *Financial Management Vol. 11, No. 4 (Winter, 1982)*, pp. 10-20, <https://www.jstor.org/stable/i284546>
33. Bozsik, S. (2010): *Vállalati pénzügyi tervezés. Miskolci Egyetem, Miskolc*
34. Bozsik, S. (2017): A likviditási terv, mint a rövid távú tervezés kulcsterve. *Controller info*, 5 (1). ISSN 2063-9309, <https://doi.org/10.24387/CI.2017.1.4>
35. Bozsik, S. (2018): Deleveraging of the Central-Eastern-European Countries' Bank Systems during and after the Economic Crisis, *Advances in Economics and Business* 6: (1) pp. 14- 25., <http://dx.doi.org/10.13189/aeb.2018.060102>

36. Brealey, R., A., Myers, S., C. (1992): Modern vállalati pénzügyek 1, 2. Panem Kft., Budapest
37. Brealey, R., A., Myers, S., C. (1993): Modern vállalati pénzügyek. Panem Kiadó. Budapest 424 p.
38. Brealey, R., A., Myers, S., C. (2005): Modern vállalati pénzügyek. Panem–McGraw-Hill, Budapest.
39. Brealey, R., A., Myers, S., C. (2011): Modern vállalati Pénzügyek. Budapest: Panem Kiadó
40. Carter, R. B., Auken, V. H., (2005), Bootstrap financing and owners' perceptions of their business constraints and opportunities, *Entrepreneurship & Regional Development*, 17 1, pp. 129-144, <https://doi.org/10.1080/08985620500067548>
41. Cheng, Y., Liu, Y., Chien, C. (2010): Capital structure and firm value in China: A panel threshold regression analysis. *African journal of business management*. 4. (12): 2500-2507.
42. Colombo, E. (2001): Determinants of corporate capital structure: evidence from Hungarian firms. In: *Applied Economics*, 33 (13) 1689-1701. p., <https://doi.org/10.1080/00036840010015057>
43. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (1999): Vállalatértékelés; Panem Könyvkiadó, Budapest, ISBN: 963545192X
44. Cornelli, F., Portes, R., Schaffer, M. E. (1996): The Capital Structure of Firms in Central and Eastern Europe', CEPR Discussion Paper No. 1392. CEPR Press, Paris & London. <https://cepr.org/publications/dp1392>
45. Czelleng, Á. (2013): Flexibilitás hatása a tőkeszerkezetre. In: *E-CONOM* 2 (2) 128-140. p. ISSN 2063-644X, http://epa.oszk.hu/02300/02301/00004/pdf/EPA02301_e-conom_2013_02_10.pdf
46. Csernák, J., Konecsnyi, J. (2013): Vállalati eredményesség és jövedelmezőség vizsgálat az iparági hovatartozás kontextusában. In: *Acta Carolus Robertus* 3 (2) 95-104. p., <http://dx.doi.org/10.22004/ag.econ.171434>
47. Csubák, T. K., Fejes, J. (2014): A magyar kkv-k 21. századi banki finanszírozásának áttekintése és kiútkeresés a hitelválság csapdájából. In: *Hitelintézeti Szemle*, 13(2) 174-194. p.

48. De Angelo, H., Masulis, R.W. (1980): Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. In: *Journal of Financial Economics*, (8) 3-29. p., [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90019-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7)
49. De Jong, A., Kabir R., Nguyen T. T. (2007): Capital Structure around the World: The Roles of Firm- and Country-Specific Determinants, *Journal of Banking and Finance*, 2008, vol. 32, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.034>
50. Deloitte, (2021): Zöld kötvény kibocsátási potenciál felmérése és az EU Fenntartható Pénzügyi Taxonómia használhatóságának vizsgálata
51. Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, Boston.
52. Durand, D. (1952): Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement, *Conference on Research in Business Finance*, Universities-National Bureau Committee for Economic Research, NBER, 215 - 262 p., ISBN: 0-87014-194-5, <http://www.nber.org/chapters/c4790>
53. Ebben, J., Johnson, A. (2006): "Bootstrapping in small firms: An empirical analysis of change over time," *Journal of Business Venturing*, Elsevier, vol. 21(6), pages 851-865, November. <https://ideas.repec.org/a/eee/jbvent/v21y2006i6p851-865.html>
54. Éltető, A., Udvari, B. (2018): Nemzetköziesedés a válság után – a Magyar kis- és középvállalatok exportjára ható tényezők. In: *Közgazdasági szemle*, 65 (április) 402-425. p., <http://dx.doi.org/10.18414/KSZ.2018.4.402>
55. Fábrián, G., Hudecz, A., Szigel, G. (2010): A válság hatása a vállalati hitelállományokra Magyarországon és más kelet- közép- európai országokban. In: *Hitelintézeti Szemle*, 9 (5) 445-462. p.
56. Faccio, M., Xu, J. (2018): Taxes, Capital Structure Choices, and Equity Value. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53 (3) 967-995. p., <http://dx.doi.org/10.1017/S0022109018000042>
57. Faluvégi, A. (2020): A magyar kistérségek fejlettségi különbségei *Területi Statisztika* 60 (1): 118–148. <https://doi.org/10.15196/TS600109>
58. Földi, P. (2015): Relation of the capital structure and profitability based on literature. *Studia Mundi - Economica*. 2. 61-69., <http://dx.doi.org/10.18531/Studia.Mundi.2015.02.02.61-69>

59. Freedman, D. A., Pisani, R., Purves, R. (2005): Statisztika, Typotex Kiadó, ISBN: 978-963-9548-63-3
60. Gál, V. (2013): A magyar kis- és középvállalkozások tőkeszerkezetének sajátosságai. PhD értekezés. Kaposvári Egyetem, Gazdaságtudományi Kar
61. Garrison, R., H. (1985): Managerial Accounting; Business Publications Inc., Plano, Texas
62. Gill, A., Biger, N., Mathur, N. (2011): The effects of capital structure on profitability: Evidence from United States, International Journal of Management, 28(4), pp. 3-15.
63. Gouardères, F. (2020). A kis- és középvállalkozások. Európai Parlament. Ismertető az Európai Unióról.
<https://www.europarl.europa.eu/factsheets/hu/sheet/63/a-kis-es-kozepvallalkozasok>
64. Gräfer, H., Schiller, B., Rösner, S. (2014): Finanzierung: Grundlagen, Institutionen, Instrumente und Kapitalmarkttheorie. Berlin: Erich Schmidt Verlag GmbH & Co.
65. Grosman, S.J., Hart, O.D. (1982): Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. In: J. McCall: The economics of information and uncertainty., University of Chicago Press, USA, <http://www.nber.org/chapters/c4434>
66. Guilford, Joy P. (1953): The Correlation of an Item With a Composite of the Remaining Items in a Test, Educational and Psychological Measurement v13
67. Gyulai, L. (2011): Kis- és középvállalkozások üzletfinanszírozása. Saldo, Budapest
68. Gyulai, L., Paróczai, I.-né (1990): Vállalati pénzügyek II. SALDO. Budapest, 274 p. ISBN: 9636214948
69. Gyurcsik, P. (2020): A hazai vállalkozások tőkehelyzetében és tőkeszerkezetében bekövetkezett változások és azok hatásainak elemzése - Szent István Egyetem, Gazdaság- és Regionális Tudományi Doktori Iskola
70. Gyurcsik, P., Tóth, R. (2019): Impact of the financial strategy and the capital structure on the financial performance and competitiveness of sme-s limes: A II. Rákóczi Ferenc Kárpátaljai Magyar Főiskola tudományos évkönyve 6 : 1 pp. 203-209. , 7 p. (2019)
71. Gyurcsik, P., Tóth, R. (2019): Modern financing solutions. In: Ormos M. – Antalík I. (szerk.): Tőkepiaci befektetések a V4 országokban. Selye János Egyetem ISBN: 978-80-8122-344-0, 75-82. p.

72. H.Nagy, D. (2015): Növekedési adóhitel szabályai. In: Adóvilág, 19 (13-14) 91-98. p.
73. Hágén, I. Zs. - Holló, E. (2017). A hazai kkv-k helyzete, a versenyképesség, innováció és controlling tükrében. Controller Info, 5(1), 41–48., <https://doi.org/10.24387/CI.2017.1.7>
74. Hall, G., Hutchinson, P., Michaelas, N. (2004): Determinants of the Capital Structure of European SMEs. Journal of Business Finance & Accounting. 31. 711-728., <http://dx.doi.org/10.1111/j.0306-686X.2004.00554.x>
75. Harrington, D., R. (1993): Corporate Financial Analysis, Decisions is a Global Enviroment. 104 p. ISBN: 1556239009, 978-1556239007
76. Harris, M., Raviv, A. (1991): The theory of capital structure. The Journal of Finance, Vol. 46, No. 1., 297-355., <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
77. Hegedűs, M. (2012): A kisvállalkozói attitűd sajátos vonásai, KÖNYVVIZSGÁLÓK LAPJA 1 : 7-8 pp. 10-12. , 3 p. (2012)
78. Hegedűs, M. (2019): A versenyképességi problémák Magyarországon 2019-ben, Veresné Somosi Mariann. "Mérleg és Kihívások" XI. Nemzetközi Tudományos Konferencia. (2019) ISBN:9789633582022 pp. 130-141
79. Hegedűs, Sz., Zéman, Z. (2016): Tőkeszerkezeti elméletek érvényesülésének vizsgálata a hazai önkormányzati tulajdonú gazdasági társaságok körében. Statisztikai Szemle, 94 (10). pp. 1032-1049. ISSN 0039-0690, <http://dx.doi.org/10.20311/stat2016.10.hu1032>
80. Herczeg, A. (2009): A tőkeszerkezet és a jövedelmezőség kapcsolat mezőgazdasági vállalkozásokban. In: Gazdálkodás, 53 (6) 570-476. p., ISSN 0046-5518, <http://dx.doi.org/10.22004/ag.econ.92527>
81. Hermann, S. (2010): Rejtett bajnokok a XXI. században - Ismeretlen világvezető cégek sikeres stratégiái. Leadership Kft.
82. Hernádi, P. (2014): Theory and practice of capital structure in Central and Eastern Europe. Ph.D értekezés, BME Gazdálkodás- és Szervezéstudományi Doktori Iskola, <http://hdl.handle.net/10890/1275>
83. Hezam, L., Pataki, L., Tóth, R. (2017): A hazai kis-és középvállalkozások pénzügyi helyzetének controlling elemzése a növekedési stratégia tükrében. In: Controller Info, 5 (2) 48-54. p. <https://doi.org/10.24387/CI.2017.2.8>

84. Hidasi, B., Papp, I. (2015): A japán bankrendszer átalakulásának főbb állomásai. In: Hitelintézeti Szemle, 14 (Különszám) 116-132. p.
85. Hirota, S. (1999): Are Corporate Financing Decisions Different in Japan? An Empirical Study on Capital Structure. In: Journal of the Japanese and International Economies, 13 (3) 201-229. p., <https://doi.org/10.1006/jjie.1999.0435>
86. Hódiné, Sz. M., Mikó J. (2018): Kutatásmódszertani alapismeretek, Bevezetés az SPSS használatába, Szegedi Tudományegyetem
87. Holicza, P. (2016): A magyar KKV szektor helyzete nemzeti és nemzetközi szinten Vállalkozásfejlesztés a XXI. században VI. pp. 147–162. Óbuda University, Budapest.
88. Horváth K. (2016): Szimbiotikus és parazita pénzkímélő technikák a hazai kkv-k körében. In: Marketing & Menedzsment 2016/1, 50 (1) 36-52. p.
89. Illés, I., Gyulai, L., Lauf, L. (2013): A vállalkozásfinanszírozás alapjai. Budapest: Saldo Kiadó.
90. Illés, M. (2002): Vezetői gazdaságtan, Kossuth Kiadó, Budapest, ISBN: 963-09-4349-2
91. Illés, M. (2008): Vezetői gazdaságtan, Kossuth Kiadó, Budapest
92. Jeneiné, G.H., Kincses, Á., Tóth, G. (2021): A hazai kkv-k területi jellegzetességei válságok idején : Spatial characteristics of Hungarian SMEs in times of crisis. STATISZTIKAI SZEMLE, 99 (12). pp. 1185-1211. ISSN 0039-0690, <https://doi.org/10.20311/stat2021.12.hu1185>
93. Jensen, M. C. (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. In: The American Economic Review, 76 (2) 323-329. p., <https://www.jstor.org/stable/1818789>
94. Jensen, M. C., Meckling, W. (1976): Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure. In: Journal of Financial Economics, 3 (4) 305-360. p., [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
95. Jindrichovska, I., Ugurlu, E., Kubickova, D. (2013): Changes in Capital Structure of Czech SMEs: A Dynamic Panel Data Approach. Ekonomika a management, (3).
96. Juhász, L. (2010): A saját és az idegen tőke eltérő hozamelvárásának problémaköre. In: V. KHEOPS Tudományos Konferencia : Útkeresés a gazdasági válság nyomán. KHEOPS, Mór, CD-. ISBN 978-963-87553-6-0

97. Kállay, B., Koloszar, L. (2015). Az üzleti diagnosztika alapjai. Nyugat-magyarországi Egyetem Kiadó., ISBN 978-963-334-255-8
98. Katits, E. (1997): A vállalati tőkestruktúra és az adók összefüggései. In: Bankszemle, 41 (9-10) 76-86. p.
99. Katits, E. (1998): A vállalati tőkestruktúra. Janus Pannonius Egyetemi Kiadó, Pécs, 1998, 371 p., ISBN: 963-6415-42-0
100. Katits, E., Szalka, É. (2015): A magyar TOP 100 pénzügyi elemzése 2008–2013 között: avagy a növekedési lehetőségek feltárása Saldo Kiadó, Budapest.
101. Khanna, P. (2017): Konnektográfia. A globális civilizáció jövőjének feltérképezése. – HVG Kiadó, Budapest, 480 p., ISBN: 9789633043776
102. Kiraci, K., Aydin, N. (2018): Determinants of capital structure: empirical evidence from traditional airlines. In: International Journal of Economics and Administrative Studies, (21) 173-186. p., ISSN 1307-9832, <http://dx.doi.org/10.18092/ulikidince.363126>
103. Kon, Y., Storey, D. J. (2003). A Theory of Discouraged Borrowers. Small Business Economics, 21(1), 37–49. <http://www.jstor.org/stable/40229276>
104. Korzh, N. (2015): The evolution of capital structure theories and their classification. In: Socio-Economic Problems & the State, 12 (1) 182-189. p.
105. Kovács, G. (2011). A vállalati pénzügyi tervezés elméleti alapjai. Győr: Szent István Egyetem.
106. Kovács, L. (2012): Banki különadók az Európai Unióban. In: Pénzügyi Szemle; Budapest Köt. LVII, Kiad. 3, (2012): 355-367.
107. Kovács, Sz., Lux, G., Páger, B. (2017): A középvállalatok szerepe a feldolgozóiparban: egy magyarországi kutatás első eredményei. Területi Statisztika. 57. évf. 1. sz. 52–75. old. <https://doi.org/10.15196/TS570103>
108. Központi Statisztikai Hivatal, (2021): Magyarország 2020, Pátria Nyomda Zrt. https://www.ksh.hu/docs/hun/xftp/idoszaki/mo/mo_2020.pdf
109. Krénusz, Á. (2005a): A tőkeszerkezet meghatározó tényezői. In: Botos Katalin (szerk.): Pénzügyek és globalizáció. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2005. Szeged: JATEPress, 277-284. p.
110. Krénusz, Á. (2005b): Bevezetés a tőkeszerkezet meghatározó tényezőinek elméletébe és gyakorlatába. In: Hitelintézeti Szemle, 4 (2) 15-35. p.

111. Krénusz, Á. (2007): A vállalati tőkeszerkezet meghatározó tényezőinek új modellje és annak vizsgálata Magyarország példáján. Ph.D. értekezés. BCE Gazdálkodástani Doktori Iskola
112. Kulathunga, N., Perera, A. S., Anagipura, G. N. (2017): The Relationship between Capital Structure and Ownership Structure: Evidence form Listed Companies in Hotel and Manufacturing Sectors in Sri Lanka. In: Kelaniya Journal of Management 6 (2) pp. 33-51, <http://dx.doi.org/10.4038/kjm.v6i2.7544>
113. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1996): Law and finance. NBER Working Paper 5661.
114. Lahm, R., Little, H. (2005): Bootstrapping business start-ups: Entrepreneurship literature, textbooks and teaching practices versus current business practices?, Journal of Entrepreneurship Education, 8, pp.61 -73
115. Lanz, J., Sussman, B. I. (2020): Information Security Program Management in a Covid-19 World. CPA Journal, Vol. 90. No. 6. 28–35. o. , ISSN: 0732-8435
116. László A. (2016): A Növekedési Hitelprogram hatása a magyar gazdaságra. In: Hitelintézeti Szemle, 15 (4) 65-78. p.
117. Lazányi, K. (2014): Entrepreneurs of the future. Serbian Journal of Management. 9:(2). 149- 158., <http://dx.doi.org/10.5937/sjm9-6257>
118. Mackie, M. J.(1990): Do taxes affect corporate financing deasions. The Journal of Finance. No. 5. 1421-1473. p.
119. Magyar Nemzeti Bank (2020): Hitelezési Folyamatok 2020. szeptember p. 7.
120. Magyar Nemzeti Bank (2023): Zöld pénzügyi jelentés 2023. április p 49
121. Matolcsy, Gy. (2015): Egyensúly és növekedés. Budapest: Kairosz Könyvkiadó Kft., ISBN: 978-963-662-734-8
122. Megyeri, E. (1970): Vállalati beruházásgazdaságossági számítások; NIM Ipargazdasági és Üzemszervezési Intézet; Budapest
123. Mester, É. – Tóth, R. – Kozma, T: (2017): Banking Competitiveness, Management, Management, Enterprise and Bechmarking in the 21st Century IV. : “Global challenges, local answers” Budapest, Magyarország : Óbudai Egyetem, Keleti Károly Gazdasági Kar (2017) 510 p. pp. 258-276. , 19 p.
124. Mikolasek A., Sulyok-Pap, M.: (1996): A vállalatfinanszírozás elméleti kérdései. Budapest

125. Miller, M. H. (1977): Debt and Taxes. In: *The Journal of Finance*, 32(2) 261-275. p., <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03267.x>
126. MNB (2020): *Versenyképességi jelentés Magyar Nemzeti Bank.*
127. Modigliani, F., Miller, M. H. (1958): The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, 261-297., <https://www.jstor.org/stable/1809766>
128. Musinszki, Z. (2013): Mit mutat a mérleg? A hányadoselemzés alapjai és buktatói I. rész, *Controller Info* 1 : 12 pp. 20-26. , 7 p. (2013)
129. Myers, S. C. (1984): The capital structure puzzle. In: *Journal of Finance*, 39 (3) 575-592. p., <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
130. Myers, S. C. (2001): Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, 81-102., <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.15.2.81>
131. Nasir K., Mahwish Z., Abiodun F. O., Zeman Z., Magda R. (2022): Effects of Financial Inclusion on Economic Growth, Poverty, Sustainability, and Financial Efficiency: Evidence from the G20 Countries SUSTAINABILITY 14 : 19 Paper: 12688 , 20 p. (2022) <https://doi.org/10.3390/su141912688>
132. Németh, T., Dunay, A., Hegedűs, M., Pataki, L. (2023): The impact of the COVID-19 pandemic on the capital structure, liquidity and profitability of SMEs operating in the Hungarian hospitality and IT services sectors, In: Langhamrová, Jitka; Vrabcová, Jana (szerk.) RELIK 2023 Conference proceedings - Reproduction of Human Capital - mutual links and connections, Prága, Csehország : Prague University of Economics and Business (2023) 626 p. pp. 271-281. , 11 p.
133. Németh, T., Gyurcsik, P. (2019): Analysis of the capital structure of the Swedish SME sector between 2009 and 2017. In: Dunay, Anna (szerk.): Proceedings of the 9th International Conference on Management: "People, Planet and Profit: Sustainable business and society": Volume II Gödöllő, Magyarország: Szent István Egyetemi Nonprofit Kiadó Kft, 2-8. p., ISBN: 978-963-269-882-3, <https://doi.org/10.17626/DBEM.ICoM.P02.2019>
134. Németh, T., Hegedűs, M. (2020): Capital structure of SMEsector and the strategic development, In: Bezpartochnyi, M. (szerk.) New trends in the economic systems management in the context of modern global challenges, Sofia, Bulgária : VUZF Publishing House "St. Grigorii Bogoslov" (2020) 309 p. pp. 91-99. , 9 p.

135. Németh, T., Hegedűs, M., Pataki, L. (2023): A magyar és szlovák információ-technológiai szolgáltató szektor vállalkozásainak tőkeszerkezetében, jövedelmezőségében és likviditásában jelentkező változások a koronavírus-világjárvány időszakában, *CONTROLLER INFO* 11 : 2 pp. 32-37. , 6 p. (2023), <https://doi.org/10.24387/CI.2023.2.7>
136. Németh, T., Hegedűs, M., Pataki, L. (2023): The impact of the Covid-19 pandemic on the capital structure and other financial characteristics of Hungarian hospitality SMEs, In: Albrychiewicz-Słocińska, Anna; Karczewska, Anna; Skiba, Łukasz (szerk.) 12th International Conference on Management - "Sustainability-Security-Quality" : Book of Proceedings, Czestochowa, Lengyelország : Wydawnictwo Politechniki Czestochowskiej (2023) 275 p. pp. 222-227. , 6 p., <https://doi.org/10.17512/CUT/9788371939563/35>
137. Németh, T., Paweloszek, I., Hegedűs, M., Pataki, L. (2023): Comparative Analysis of the Information Technology Service Sector Between 2019-2021 Based on the Capital Structure of the Hungarian and Slovak SME Sectors, *ECONOMICS & WORKING CAPITAL* 2023 : 1-2 pp., <https://www.researchgate.net/publication/374741879> 54-60. , 7 p. (2023)
138. Odom, M. D., Sharda, R. (1990): A Neural Network Model For Bankruptcy Prediction. In: Proceeding of the International Joint Conference on Neural Networks, San Diego, 17–21 June 1990, Volume II. IEEE Neural Networks Council, Ann Arbor, pp. 163-171., <http://dx.doi.org/10.1109/IJCNN.1990.137710>
139. Ohlson, J. (1980): Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy, *Journal of Accounting Research*, Vol. 18, No. 1, pp. 109-131., <https://doi.org/10.2307/2490395>
140. Oino, I., Ukaegbu, B. (2015): The impact of profitability on capital structure and speed of adjustment: An empirical examination of selected firms in Nigerian Stock Exchange. In: *Research in International Business and Finance*, 35 111-121 p., <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.03.004>
141. Olokoyo, F. O. (2013): Capital Structure and Corporate Performance of Nigerian Quoted Firms: A Panel Data Approach. In: *African Development Review*, 25 (3) 358-369 p., <https://doi.org/10.1111/j.1467-8268.2013.12034.x>

142. Orr, D. (1974). Review: Cash Management and the Demand for Money: A Comment on Robert J. Barro's Version by Daniel Orr. *Journal of Money, Credit and Banking* Vol. 6, No. 1., <https://doi.org/10.2307/1991090>
143. Özer, G., Özen, A. K. (2017): Ownership structure in BIST – Capital structure relation Granger causality test a comparative application between BIST industrial index and service index. In: *Journal of Economics Bibliography*, 4 (4) 357-374. p., <http://dx.doi.org/10.1453/jeb.v4i4.1534>
144. Paár, D., Ambrus, R., A., Szóka, K. (2021): *Gazdasági elemzés a beszámolók információi alapján*, Soproni Egyetem Kiadó, Sopron 2021, <https://doi.org/10.35511/978-963-334-402-6>
145. Pais, M.F. (2017): *Do Managers Herd when Choosing the Firm's Capital Structure? Evidence from a Small European Economy* Master Dissertation in Finance 1-47 old.
146. Palacín-Sánchez, M. J., Ramírez-Herrera, L. M., di Petro, F. (2013): Capital structure of SME sin Spanish regions. In: *Small Business Economics*, 41 (2) 503-519. p., <http://dx.doi.org/10.1007/s11187-012-9439-7>
147. Pálinkó, É., Szabó, M. (2006): *Vállalati pénzügyek*. Budapest: Typex Kiadó
148. Pataki, L. (2003): *A tőkeellátás és a tőkeszerkezet változása és annak hatása a heves megyei agrárvállalkozások gazdálkodására (1992-2000)*, Gödöllő
149. Pataki, L., Légler, N. (2013): *A tőkehelyzet és a tőkeszerkezet változása, s annak hatásai a GYSEV Zrt. gazdálkodására*. In: *Gazdaság és Társadalom*, 5 (1) 51-64. p. <http://dx.doi.org/10.21637/GT.2013.1.04>
150. Posgay, I., Regős, G., Horváth, D., Molnár, D. (2020): *A koronavírus-járvány gazdasági hatásairól*, *Polgári Szemle*, 16. évf. 4–6. szám, 2020. 31-50. ISSN 1786-6553, <https://doi.org/10.24307/psz.2020.1004>
151. Pratt, S. P., Grabowski, R. J. (2010): *Cost of Capital*. New Jersey: John Wiley & Sohns, Inc. p. 4., <http://dx.doi.org/10.1002/9781118846780>
152. Psillaki, M., Daskalakis, N. (2009): *Are the determinants of capital structure country of firm specific? Evidence from SMSs*. In: *Small Business Economics*, 33 (3) 319-333. p., <https://ssrn.com/abstract=1341860>
153. Rajan, R. G., Zingales, L. (1995): *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from international Data*. In: *Journal of Finance*, 50 (5) 1421-1460. p., <https://doi.org/10.2307/2329322>

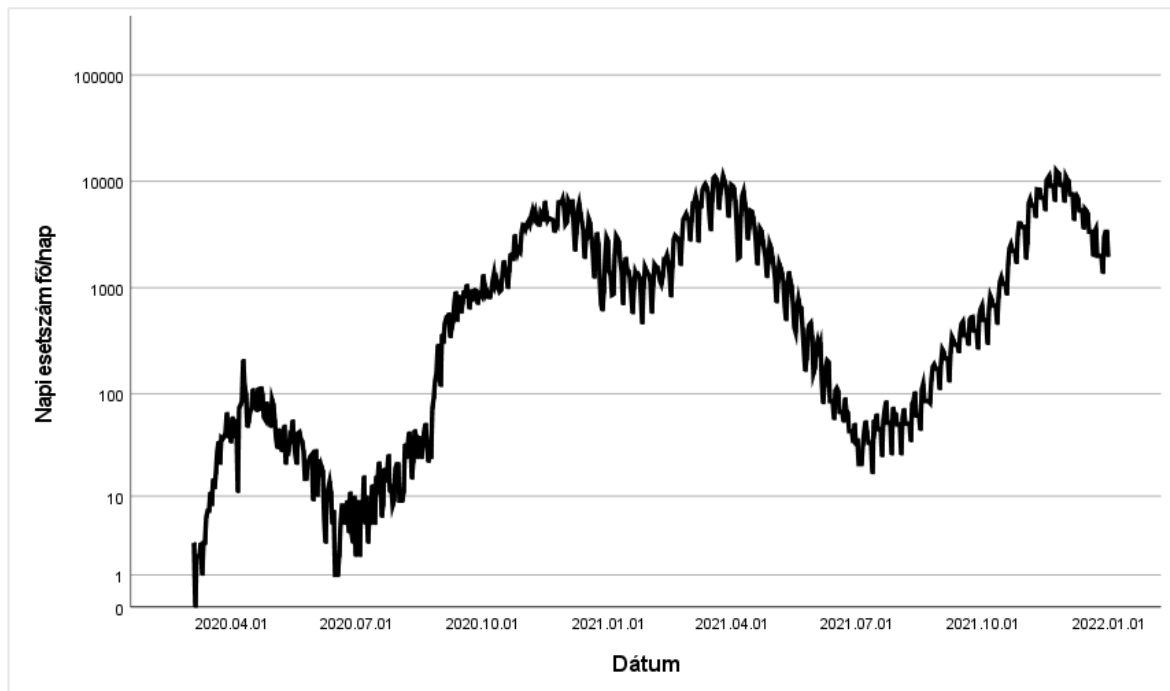
154. Ross, S. (1977): The Determination of Financial Structures: An Incentive Signalling Approach. In: *Bell Journal of Economics*, Vol. 8. No. 1. p 23–40., <https://doi.org/10.2307/3003485>
155. Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jordan, B. D. (2010): *Fundamentals of Corporate Finance*. McGraw-Hill, ISBN: 1264290039 9781264290031
156. Sajtos, L., Mitev, A. (2006): *SPSS kutatási és adatelemzési kézikönyv*. Alinea Kiadó, Budapest. 245-282.p., ISBN: 9789639659087
157. Salawu, R. O. (2007): An Empirical Analysis of the Capital Structure of Selected Quoted Companies in Nigeria. In: *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 1(1) 16-28. p., <http://dx.doi.org/10.3923/ijaef.2007.16.28>
158. Šarlija, N., Harc, M. (2016): Capital Structure Determinants of Small and Medium Enterprises in Croatia. In: *Managing Global Transitions*, 14 (3) 251-266. p.
159. Saunders, M., Lewis, P., Thornhill, A. (2016): *Research methods for business student*. L.E.G.O. S.p.A., Italy 541. p.
160. Serrasqueiro, Z., Caetano, A. (2015): Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), 445-466, <http://dx.doi.org/10.3846/16111699.2012.744344>
161. Shapiro, A. C. (1989): *Modern Corporate Finance*. New York: Macmillan, ISBN: 0024095303, 9780024095305, 24., 81-73. p.
162. Siklós, M., Mladonyiczki, B. (2016): *Különadók szerepe az adózásban- Tanulmány*. Budapest: Leitner + Leitner Tax Adótanácsadó Kft
163. Sisa, K. (2009): Összefüggések a vállalat értéke és tőkeszerkezet között Miller-Modigliani nyomán. In: Majoros P. (Szerk.): *Tudományos évkönyv 2008- Kultúraközi párbeszéd az üzleti világban*. Budapest: Budapesti Gazdasági Főiskola. 179-189. p.
164. Sóvágó, S. (2011): Keresleti és kínálati tényezők a vállalati hitelezésben. In: *Hitelintézeti Szemle*, 12 (5) 412-429. p.
165. Sulyok-Pap, M. (1995): A vállalati tőkeszerkezet kérdései. Új utak a közgazdasági, üzleti és társadalomtudományi képzésben, BKE Jubileumi konferencia, 309–321. o
166. Szakács, I. (2015): *Számvitel A–Z-ig* Akadémiai Kiadó, Budapest.

167. Széles, Zs., Baranyi, A. (2023): A fenntarthatóság érvényesülése a hazai kötvénypiacon. *E-CONOM*, 12 (1). pp. 110-122. ISSN 2063-644X, <https://doi.org/10.17836/EC.2023.1.110>
168. Szemán, J. (2008.): A magyar vállalati szektor tőkeszerkezetének elemzése 1992-2003 között. Ph.D. értekezés. ME Vállalkozáselemzés és gyakorlati Doktori Iskola
169. Szerb, L., Csapi, V., Márkus, G. (2013): Kifizetődő-e a magyar kisvállalatok számára a nemzetköziesedés? *Közgazdász Vándorgyűlés, Békéscsaba – Gyula 2013. szeptember 26-28.* http://www.mkt.hu/vandorgyules/2013/Szerb_Laszlo.pdf
170. Szórádiné, Sz., M. (2004): Vállalatfinanszírozás és finanszírozási szerkezet. A VIII. Ipar- és Vállalatgazdasági Konferencia Előadásai Pécs, 2004.10.21-22. ISBN: 963 7128 565, 369-376. p.
171. Szórádiné, Sz., M. (2005): Tulajdonosi érdek, kontroll és vállalati teljesítmény In: Vigvári A. (szerk.) *Pénzügyi ellenőrzés – egy funkció több szerepben*, BME Pénzügyi és Számviteli Tanszék, 82-94. p.
172. Szücs, G. (2018): A magyarországi kis- és középvállalkozások tőkeszerkezetének a vizsgálata és összehasonlítása a nemzetközi trendekkel. Ph.D értekezés. Szent István Egyetem, Gazdálkodás és Szervezéstudományok Doktori Iskola, <https://www.doi.org/10.14751/SZIE.2018.067>
173. Szücsné, M., K. (2014): A kalkulatív kamatláb (diszkontráta) meghatározásának ajánlott és alkalmazott módszerei. *Controller info*, 2 (4). pp. 8-13. ISSN 2063-9309, <http://real.mtak.hu/id/eprint/39305>
174. Ţaga, L. A., Stănică, F. A. (2016): Capital Structure: An Overview for Romanian Listed Companies on Reputation, Size and Profitability. In: *Proceedings of the International Multidisciplinary Scientific Geo Conference SGEM*, 3 () 63-70. p.
175. Takács A. (2015): *Vállalatértékelés magyar számviteli környezetben* [2. bőv. kiad.], Budapest, Magyarország: Perfekt Gazdasági Tanácsadó Oktató és Kiadó Zrt. (2015) , 220 p.
176. Takács, A (2021): *Modern vállalatértékelés*, Budapest, Magyarország : Akadémiai Kiadó (2021) , 153 p.
177. Takács, I. (2012): A KKV-k tőkeszerkezet és finanszírozása az Észak-magyarországi Régióban. In: Magda S. - Dinya L. (szerk.): *Zöld gazdaság és versenyképesség?: XIII. Nemzetközi Tudományos Napok, Gyöngyös, 2012. március 29-30.* 797-805. p.

178. Tétényi, Z. – Gyulai L. (1994): Vállalkozás-finanszírozás. SALDO. Budapest, 364 p.
179. Tétényi, Z., Gyulai, L. (2001): Vállalkozásfinanszírozás. Budapest: Saldo Rt.
180. Titman, S. (1982): Determinants of Capital Structure: An Empirical Analysis." Working Paper, UCLA
181. Titman, S., Wessels, R. (1988): The Determinants of Capital Structure Choice. The Journal of Finance, 43, 1-19. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
182. Tóth, É., A. (2012): Az európai bankrendszer koncentrációs folyamatának következményei M&As, teljesítmény, verseny és bankválság. Ph.D. értekezés. BCE Nemzetközi kapcsolatok Doktori Iskola
183. Tóth, M. (2007): A kis- és középvállalkozások finanszírozásának tapasztalatai Kelet- Közép Európában. In: Tudományos Közlemények 2007/17. Budapest: Általános Vállalkozási Főiskola, 249-258. p.
184. Tóth, M. (2014): Válság hatása a kisvállalkozásokra- pénzügyi megközelítésben. In: XXI. Század- Tudományos Közlemények 2014/30. Budapest: Általános Vállalkozási Főiskola 39-54. p.
185. Tóth, R., Szijártó, B., Mester, É., Túróczi, I. (2017): A vállalkozások belső és külső finanszírozási gyakorlata – A pénzügyi controlling finanszírozást megalapozó döntései. Controller info, 5 (2). pp. 28-33. ISSN 2063-9309
186. Tripathi, V. (2019): Agency theory, ownership structure and capital structure: an empirical investigation in the Indian automobile industry. In. Asia-Pacific Management Accounting Journal, 14 (2) 1-20. p., <http://dx.doi.org/10.24191/APMAJ.v14i2-01>
187. Túróczi, I. (2013): A kontrolling rendszerek alkalmazásának lehetősége az agrártermelésben. In: Tóth Éva (szerk.): A jövő farmja. 55. Georgikon Napok nemzetközi tudományos konferencia. Keszthely, 2013. szeptember 26–27. Kivonat kötet. Programfüzet, valamint az elhangzó és poszter előadások rövid kivonatainak gyűjteménye. Konferencia helye, ideje: Keszthely, Magyarország, 2013.09.26-2013.09.27. Keszthely: Pannon Egyetem Georgikon Kar, 2013. p. 102.
188. Túróczi, I. (2014). A pénzügyi- és vezetői számviteli módszerek alkalmazhatósága a vállalatértékelés gyakorlatában. *Economica* 2014/1, p134-139. 6p.

189. Túróczi, I. (2016): A versenyképességre ható tényezők a makrogazdaságban és a vállalkozások szintjén In: Gyenge Balázs – Kozma Tímea – Tóth Róbert (szerk.): Folyamatmenedzsment kihívásai; Versenyképességi tényezők a 21. században, Szent István Egyetem, Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar, Üzleti Tudományok Intézete, Tevékenység-menedzsment és Logisztika Tanszék, 37-49. p.
190. Varga, Z. (2015). A kis- és középvállalkozások tőkeszerkezete és finanszírozási problémái = The capital structures and the financial problems of the small-and medium-sized enterprises. TAYLOR, 7(1-2), 91–99., <https://ojs.bibl.u-szeged.hu/index.php/taylor/article/view/12901>
191. Vértesy, L. (2018): A KKV szektor Magyarországon Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem Gazdaság-és Társadalomtudományi Kar Pénzügyek Tanszék, Budapest., ISBN 978-963-421-787-9, <http://real.mtak.hu/id/eprint/102266>
192. Volkart, R., Wagner, F. (2014). Corporate Finance: Grundlagen von Finanzierung und Investition. ISBN 978-3-03909-290-1
193. Wahba, H. (2014): Capital structure, managerial ownership and firm performance: evidence from Egypt. In: Journal of Management and Governance, 18 () 1041-1061. p., <https://econpapers.repec.org/scripts/redirector.php?u=https%3A%2F%2Fdoi.org%2F10.1007%252Fs10997-013-9271-8;h=repec:kap:jmgtgv:v:18:y:2014:i:4:p:1041-1061>
194. Weill, L. (2008): Leverage and Corporate Performance: Does Institutional Environment Matter?, Small Business Economics , 30:.251–265., <http://www.jstor.org/stable/40650910>
195. Williamson, O. E. (1998): The Institutions of Governance. The American Economic Review, <https://www.jstor.org/stable/116896>
196. Winborg, J., Landström, H. (2001): Financial bootstrapping in small businesses: Examining small business managers' resource acquisition behaviors. In: Journal of Business Venturing, 16 (3) 235-254. p., [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(99\)00055-5](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(99)00055-5)
197. Yildirim, R., Masih, M., Bacha, O. I. (2018): Determinants of capital structure: evidence from Shari'ah compliant and non-compliant firms. In: Pacific-Basin Finance Journal, 51 () 198-219. p. DOI: 10.1016/j.pacfin.2018.06.008

198. Zéman, Z., Béhm, I. (2019): Módszertan vállalkozások pénzügyi teljesítményének mérésére Akadémiai Kiadó Zrt. Budapest., <https://doi.org/10.1556/9789634543558>
199. Zsombori, Z. (2015). A kis- és középvállalkozások hitelezésének aktuális tapasztalatai. *Competitio*, 14(1), 70-96. <https://doi.org/10.21845/comp/2015/1/5>
200. Zsupanekné, P. I. (2005): A fenntartható növekedés makrogazdasági és vállalati szinten. In: *EU Working Papers*. 8 (4) 49-59. p., ISSN 1418-6241
201. Zsupanekné, P. I. (2010): A vállalati növekedés mérésének problematikája. In: Majoros P. (Szerk.): *Tudományos évkönyv 2009- Válság és megújulás*. Budapest: Budapesti Gazdasági Főiskola. 246-254. p.

2. M: JÁRVÁNYGÖRBE, AZ ESETEK SZÁMÁNAK ALAKULÁSA

(Forrás: Ferenci Tamás, <https://research.physcon.uni-obuda.hu/COVID19MagyarEpi/>)

3. M: AZ ELEMZÉSBE BEVONT MUTATÓSZÁMOK ÉRTÉKE CSONKOLÁS ELŐTT 2015-2021 KÖZÖTT

Leíró statisztika						
	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Saját tőke aránya	153902	29815,00	-29814,00	1,00	-13,2518	237,20268
Kötelezettségek aránya	153902	29815,00	,00	29815,00	14,1747	236,32850
Hátrasorolt + Hosszú lejáratú kötelezettségek aránya	153902	12555,70	-,20	12555,50	4,3509	111,52868
Rövid lejáratú kötelezettségek aránya	153902	29815,00	,00	29815,00	9,8239	200,10151
Tőkeáttétel	153902	70407,00	-38146,00	32261,00	2,2910	193,51118
Befektetett eszközök aránya	153902	1,04	-,04	1,00	,2639	,30304
Forgóeszközök aránya	153902	1,04	,00	1,04	,7176	,30681
ROE	153902	21648,00	-7047,00	14601,00	1,2028	67,75919
ROA	153902	48792,50	-44126,00	4666,50	-1,1760	129,85906
ROS	133649	34506,75	-33512,00	994,75	-1,2142	103,12577
Össztőke jövedelmezőség	153902	48791,50	-44125,00	4666,50	-1,1572	129,84598
Működési profithányad	133649	35321,75	-34327,00	994,75	-1,2278	105,10474
Likviditási ráta	152722	45501,00	,00	45501,00	31,7020	355,22756
Likviditási gyorsráta	152722	45501,00	,00	45501,00	30,2409	349,26764
Pénzhányad mutató	152722	45504,38	-3,38	45501,00	20,9335	285,25102
Hitelfedezeti mutató	152722	19819,00	,00	19819,00	9,3075	164,52714
Befektetett eszközök fedezete	117228	136994,00	-41469,00	95525,00	13,7552	482,50767
Lejáratil illeszkedés mutató	153901	43864,00	-34680,00	9184,00	,4103	97,25715
Valid N (listwise)	109118					

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

4. M: AZ ELEMZÉSBE BEVONT MUTATÓSZÁMOK ÉRTÉKE CSOKOLÁST KÖVETŐEN 2015-2021 KÖZÖTT

Leíró statisztika						
	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Saját tőke aránya	62035	2,96	-1,97	1,00	,4783	,48116
Kötelezettségek aránya	62035	2,96	,00	2,97	,4949	,47753
Hátrasorolt + Hosszú lejáratú kötelezettségek aránya	62035	3,11	-,20	2,91	,0944	,27595
Rövid lejáratú kötelezettségek aránya	62035	2,96	,00	2,97	,4005	,41004
Tőkeáttétel	62035	8,54	-3,63	4,91	,7473	1,36959
Befektetett eszközök aránya	62035	1,00	,00	1,00	,3702	,27954
Forgóeszközök aránya	62035	1,01	,00	1,01	,6068	,27921
ROE	62035	10,74	-5,00	5,73	,2489	,55568
ROA	62035	2,03	-,91	1,11	,1284	,27053
ROS	62035	1,40	-,64	,76	,0849	,19429
Össztőke jövedelmezőség	62035	2,03	-,91	1,12	,1341	,27114
Működési profithányad	62035	6,06	-4,71	1,35	,0857	,19811
Likviditási ráta	62035	17,24	,00	17,24	3,1775	3,31301
Likviditási gyorsráta	62035	17,24	,00	17,24	2,8057	3,18347
Pénzhányad mutató	62035	20,61	-3,38	17,23	1,7992	2,58743
Hitelfedezeti mutató	62035	16,66	,00	16,66	1,0065	1,57055
Befektetett eszközök fedezete	62035	41,36	-17,01	24,34	3,8216	5,16675
Lejáratú összhang mutató	62035	855,73	-194,59	661,14	,5852	3,58564

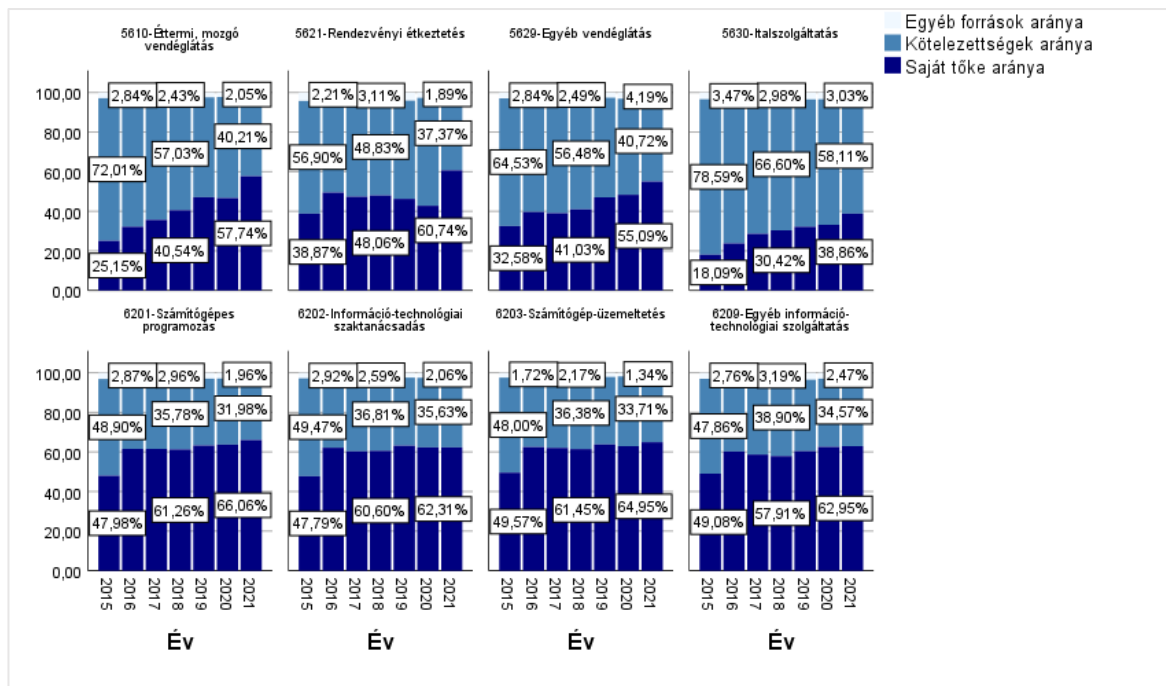
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

5. M: A VÁLLALKOZÁSOK IPARÁG SZERINTI MEGOSZLÁSA

		TEÁOR 4 * Év							Total
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
5610-Éttermi, mozgó vendéglátás	Count	3483	4048	4140	4385	4518	4279	1528	26381
	% of Total	5,6%	6,5%	6,7%	7,1%	7,3%	6,9%	2,5%	42,5%
5621-Rendezvényi étkeztetés	Count	70	74	68	71	79	56	15	433
	% of Total	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,7%
5629-Egyéb vendéglátás	Count	344	379	390	412	383	345	126	2379
	% of Total	0,6%	0,6%	0,6%	0,7%	0,6%	0,6%	0,2%	3,8%
5630-Italszolgáltatás	Count	802	835	852	857	856	683	260	5145
	% of Total	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,1%	0,4%	8,3%
6201-Számítógépes programozás	Count	1728	1858	1851	1892	1927	1938	779	11973
	% of Total	2,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,1%	3,1%	1,3%	19,3%
6202-Információ-technológiai szaktanácsadás	Count	1223	1305	1350	1341	1339	1393	554	8505
	% of Total	2,0%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	0,9%	13,7%
6203-Számítógép-üzemeltetés	Count	277	273	260	257	256	250	134	1707
	% of Total	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,2%	2,8%
6209-Egyéb információ-technológiai szolgáltatás	Count	913	895	884	871	826	815	308	5512
	% of Total	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	0,5%	8,9%
Total	Count	8840	9667	9795	10086	10184	9759	3704	62035
	% of Total	14,3%	15,6%	15,8%	16,3%	16,4%	15,7%	6,0%	100,0%

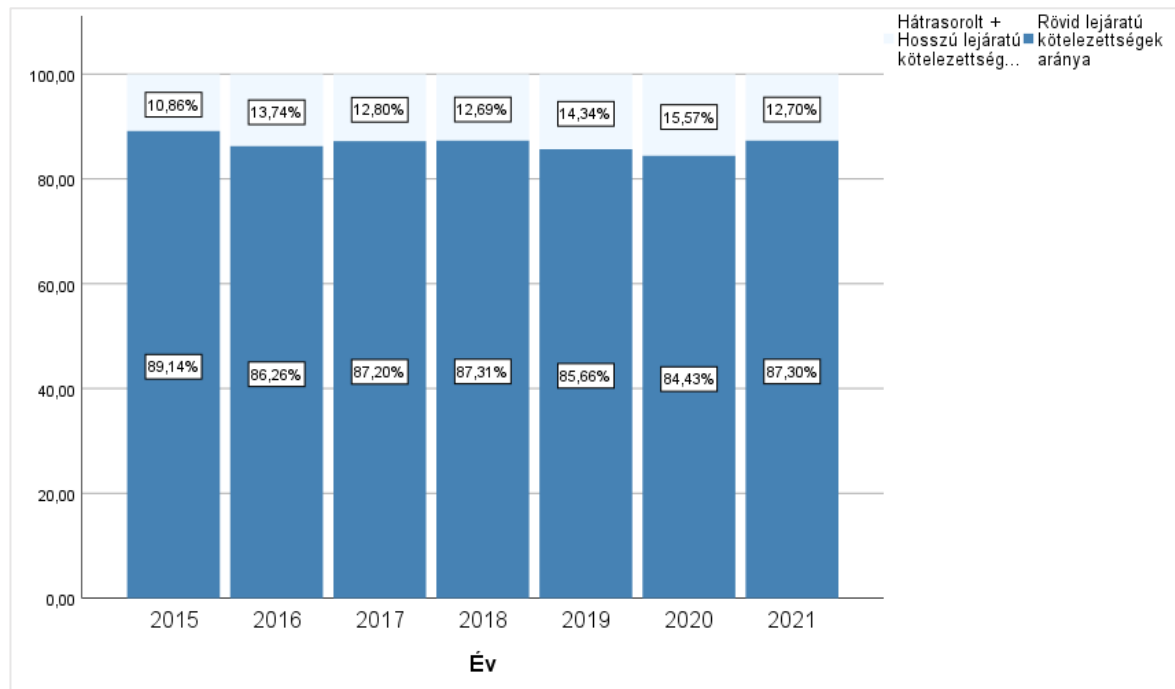
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

6. M: A FORRÁSOK IPARÁG SZERINTI MEGOSZLÁSA



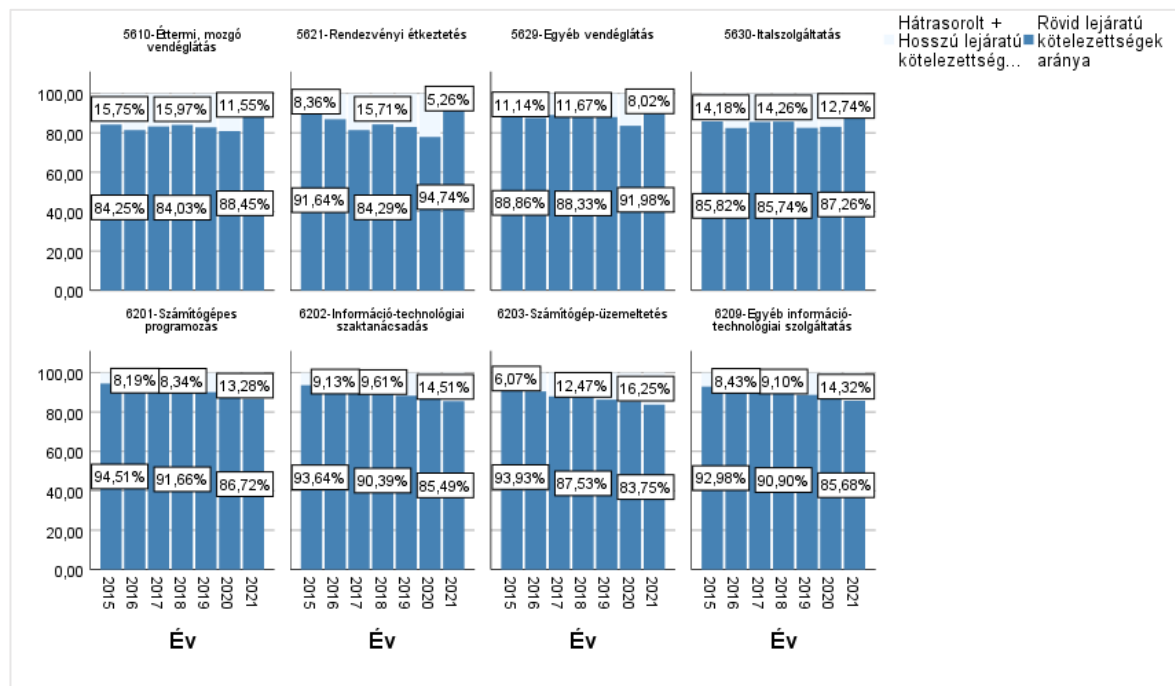
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

7. M: A KÖTELEZETTSÉGEK ÉVENKÉNTI MEGOSZLÁSA



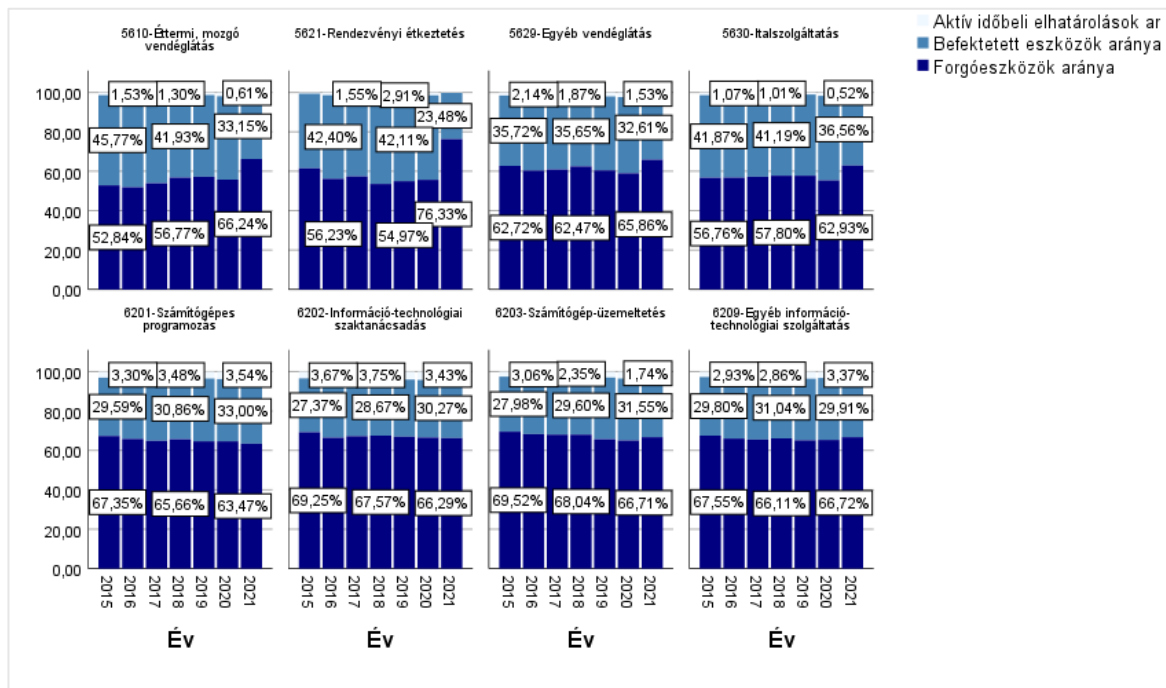
(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

8. M: A KÖTELEZETTSÉGEK IPARÁG SZERINTI MEGOSZLÁSA



(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

9. M: AZ ESZKÖZÖK IPARÁG SZERINTI MEGOSZLÁSA



(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

10. M: VARIANCIANALÍZIS, MÉRET SZERINTI LEÍRÓ STATISZTIKA

		Descriptives							
		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
						Lower Bound	Upper Bound		
Saját tőke aránya	Mikrovállalkozás	48715	,4792	,50563	,00229	,4747	,4837	-1,97	1,00
	Kisvállalkozás	11789	,4722	,39401	,00363	,4651	,4793	-1,96	1,00
	Közép-vállalkozás	1531	,4965	,22372	,00572	,4853	,5077	-,84	1,00
	Total	62035	,4783	,48116	,00193	,4745	,4821	-1,97	1,00
Kötelezettségek aránya	Mikrovállalkozás	48715	,4989	,50159	,00227	,4944	,5033	,00	2,97
	Kisvállalkozás	11789	,4862	,39187	,00361	,4791	,4933	,00	2,96
	Közép-vállalkozás	1531	,4351	,21765	,00556	,4242	,4460	,00	1,84
	Total	62035	,4949	,47753	,00192	,4911	,4987	,00	2,97
Hátrasorolt + Hosszú lejáratú kötelezettségek aránya	Mikrovállalkozás	48715	,0936	,28720	,00130	,0911	,0962	-,20	2,91
	Kisvállalkozás	11789	,1019	,24110	,00222	,0975	,1062	-,16	2,84
	Közép-vállalkozás	1531	,0603	,10848	,00277	,0548	,0657	,00	1,11
	Total	62035	,0944	,27595	,00111	,0922	,0966	-,20	2,91
Rövid lejáratú kötelezettségek aránya	Mikrovállalkozás	48715	,4052	,43138	,00195	,4014	,4091	,00	2,97
	Kisvállalkozás	11789	,3843	,33139	,00305	,3783	,3903	,00	2,95
	Közép-vállalkozás	1531	,3748	,20588	,00526	,3645	,3851	,00	1,84
	Total	62035	,4005	,41004	,00165	,3973	,4037	,00	2,97
Tőkeáttétel	Mikrovállalkozás	48715	,6775	1,38018	,00625	,6652	,6898	-3,63	4,91
	Kisvállalkozás	11789	,9804	1,31855	,01214	,9566	1,0042	-3,63	4,91
	Közép-vállalkozás	1531	1,1732	1,11925	,02860	1,1171	1,2294	-3,58	4,90
	Total	62035	,7473	1,36959	,00550	,7365	,7581	-3,63	4,91

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

11. M: VARIANCIANALÍZIS, BONFERRONI TESZT MÉRET SZERINT

Multiple Comparisons							
Bonferroni							
Dependent Variable	(I) KKV besorolás	(J) KKV besorolás	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
						Lower Bound	Upper Bound
Saját tőke aránya	Mikrovállalkozás	Kisvállalkozás	,00699	,00494	,471	-,0048	,0188
		Közép-vállalkozás	-,01732	,01249	,496	-,0472	,0126
	Kisvállalkozás	Mikrovállalkozás	-,00699	,00494	,471	-,0188	,0048
		Közép-vállalkozás	-,02431	,01307	,189	-,0556	,0070
	Közép-vállalkozás	Mikrovállalkozás	,01732	,01249	,496	-,0126	,0472
		Kisvállalkozás	,02431	,01307	,189	-,0070	,0556
Kötelezettségek aránya	Mikrovállalkozás	Kisvállalkozás	,01270 [*]	,00490	,029	,0010	,0244
		Közép-vállalkozás	,06379 [*]	,01239	<,001	,0341	,0935
	Kisvállalkozás	Mikrovállalkozás	-,01270 [*]	,00490	,029	-,0244	-,0010
		Közép-vállalkozás	,05109 [*]	,01297	<,001	,0200	,0821
	Közép-vállalkozás	Mikrovállalkozás	-,06379 [*]	,01239	<,001	-,0935	-,0341
		Kisvállalkozás	-,05109 [*]	,01297	<,001	-,0821	-,0200
Hátrasorolt + Hosszú lejáratú kötelezettségek aránya	Mikrovállalkozás	Kisvállalkozás	-,00825 [*]	,00283	,011	-,0150	-,0015
		Közép-vállalkozás	,03337 [*]	,00716	<,001	,0162	,0505
	Kisvállalkozás	Mikrovállalkozás	,00825 [*]	,00283	,011	,0015	,0150
		Közép-vállalkozás	,04162 [*]	,00749	<,001	,0237	,0596
	Közép-vállalkozás	Mikrovállalkozás	-,03337 [*]	,00716	<,001	-,0505	-,0162
		Kisvállalkozás	-,04162 [*]	,00749	<,001	-,0596	-,0237
Rövid lejáratú kötelezettségek aránya	Mikrovállalkozás	Kisvállalkozás	,02094 [*]	,00421	<,001	,0109	,0310
		Közép-vállalkozás	,03042 [*]	,01064	,013	,0049	,0559
	Kisvállalkozás	Mikrovállalkozás	-,02094 [*]	,00421	<,001	-,0310	-,0109
		Közép-vállalkozás	,00947	,01114	1,000	-,0172	,0361
	Közép-vállalkozás	Mikrovállalkozás	-,03042 [*]	,01064	,013	-,0559	-,0049
		Kisvállalkozás	-,00947	,01114	1,000	-,0361	,0172
Tőkeáttétel	Mikrovállalkozás	Kisvállalkozás	-,30287 [*]	,01399	<,001	-,3364	-,2694
		Közép-vállalkozás	-,49574 [*]	,03537	<,001	-,5804	-,4111
	Kisvállalkozás	Mikrovállalkozás	,30287 [*]	,01399	<,001	,2694	,3364
		Közép-vállalkozás	-,19287 [*]	,03702	<,001	-,2815	-,1042
	Közép-vállalkozás	Mikrovállalkozás	,49574 [*]	,03537	<,001	,4111	,5804
		Kisvállalkozás	,19287 [*]	,03702	<,001	,1042	,2815

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

12. M: VARIANCIANALÍZIS, STATISZTIKAI RÉGIÓK SZERINTI LEÍRÓ STATISZTIKA

		Descriptives							
		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
						Lower Bound	Upper Bound		
Saját tőke aránya	Közép-Magyarország	34372	,4888	,46211	,00249	,4839	,4937	-1,97	1,00
	Észak és Alföld	13216	,4666	,49191	,00428	,4583	,4750	-1,96	1,00
	Dunántúl	14447	,4640	,51393	,00428	,4556	,4723	-1,96	1,00
	Total	62035	,4783	,48116	,00193	,4745	,4821	-1,97	1,00
Kötelezettségek aránya	Közép-Magyarország	34372	,4857	,45849	,00247	,4809	,4905	,00	2,97
	Észak és Alföld	13216	,5027	,48880	,00425	,4944	,5111	,00	2,96
	Dunántúl	14447	,5096	,50993	,00424	,5013	,5179	,00	2,96
	Total	62035	,4949	,47753	,00192	,4911	,4987	,00	2,97
Hátrasorolt + Hosszú lejáratú kötelezettségek aránya	Közép-Magyarország	34372	,0800	,25216	,00136	,0773	,0827	-,20	2,91
	Észak és Alföld	13216	,1013	,27504	,00239	,0966	,1060	-,02	2,83
	Dunántúl	14447	,1222	,32435	,00270	,1169	,1275	,00	2,84
	Total	62035	,0944	,27595	,00111	,0922	,0966	-,20	2,91
Rövid lejáratú kötelezettségek aránya	Közép-Magyarország	34372	,4057	,39993	,00216	,4015	,4099	,00	2,97
	Észak és Alföld	13216	,4014	,42582	,00370	,3941	,4086	,00	2,96
	Dunántúl	14447	,3874	,41871	,00348	,3806	,3942	,00	2,96
	Total	62035	,4005	,41004	,00165	,3973	,4037	,00	2,97
Tőkeáttétel	Közép-Magyarország	34372	,7811	1,35095	,00729	,7668	,7954	-3,63	4,91
	Észak és Alföld	13216	,7226	1,38869	,01208	,6989	,7463	-3,63	4,90
	Dunántúl	14447	,6895	1,39350	,01159	,6668	,7122	-3,62	4,91
	Total	62035	,7473	1,36959	,00550	,7365	,7581	-3,63	4,91

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

13. M: VARIANCIANALÍZIS, BONFERRONI TESZT STATISZTIKAI RÉGIÓK SZERINT

Multiple Comparisons							
Bonferroni							
Dependent Variable	(I) Terület	(J) Terület	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
						Lower Bound	Upper Bound
Saját tőke aránya	Közép-Magyarország	Észak és Alföld	,02213*	,00492	<,001	,0103	,0339
		Dunántúl	,02481*	,00477	<,001	,0134	,0362
	Észak és Alföld	Közép-Magyarország	-,02213*	,00492	<,001	-,0339	-,0103
		Dunántúl	,00268	,00579	1,000	-,0112	,0165
	Dunántúl	Közép-Magyarország	-,02481*	,00477	<,001	-,0362	-,0134
		Észak és Alföld	-,00268	,00579	1,000	-,0165	,0112
Kötelezettségek aránya	Közép-Magyarország	Észak és Alföld	-,01702*	,00489	,001	-,0287	-,0053
		Dunántúl	-,02391*	,00473	<,001	-,0352	-,0126
	Észak és Alföld	Közép-Magyarország	,01702*	,00489	,001	,0053	,0287
		Dunántúl	-,00690	,00575	,690	-,0207	,0069
	Dunántúl	Közép-Magyarország	,02391*	,00473	<,001	,0126	,0352
		Észak és Alföld	,00690	,00575	,690	-,0069	,0207
Hátrasorolt + Hosszú lejáratú kötelezettségek aránya	Közép-Magyarország	Észak és Alföld	-,02133*	,00282	<,001	-,0281	-,0146
		Dunántúl	-,04222*	,00273	<,001	-,0488	-,0357
	Észak és Alföld	Közép-Magyarország	,02133*	,00282	<,001	,0146	,0281
		Dunántúl	-,02090*	,00331	<,001	-,0288	-,0130
	Dunántúl	Közép-Magyarország	,04222*	,00273	<,001	,0357	,0488
		Észak és Alföld	,02090*	,00331	<,001	,0130	,0288
Rövid lejáratú kötelezettségek aránya	Közép-Magyarország	Észak és Alföld	,00431	,00420	,913	-,0057	,0144
		Dunántúl	,01831*	,00406	<,001	,0086	,0280
	Észak és Alföld	Közép-Magyarország	-,00431	,00420	,913	-,0144	,0057
		Dunántúl	,01400*	,00493	,014	,0022	,0258
	Dunántúl	Közép-Magyarország	-,01831*	,00406	<,001	-,0280	-,0086
		Észak és Alföld	-,01400*	,00493	,014	-,0258	-,0022
Tőkeáttétel	Közép-Magyarország	Észak és Alföld	,05845*	,01401	<,001	,0249	,0920
		Dunántúl	,09156*	,01357	<,001	,0591	,1241
	Észak és Alföld	Közép-Magyarország	-,05845*	,01401	<,001	-,0920	-,0249
		Dunántúl	,03311	,01648	,134	-,0063	,0726
	Dunántúl	Közép-Magyarország	-,09156*	,01357	<,001	-,1241	-,0591
		Észak és Alföld	-,03311	,01648	,134	-,0726	,0063

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

14. M: VARIANCIANALÍZIS, IPARÁG SZERINTI LEÍRÓ STATISZTIKA

		Descriptives							
		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
						Lower Bound	Upper Bound		
Saját tőke aránya	IT szolgáltatás	27697	,5983	,29761	,00179	,5948	,6018	-1,95	1,00
	Vendéglátás	34338	,3815	,57082	,00308	,3755	,3875	-1,97	1,00
	Total	62035	,4783	,48116	,00193	,4745	,4821	-1,97	1,00
Kötelezettségek aránya	IT szolgáltatás	27697	,3742	,28944	,00174	,3708	,3776	,00	2,95
	Vendéglátás	34338	,5922	,56848	,00307	,5862	,5983	,00	2,97
	Total	62035	,4949	,47753	,00192	,4911	,4987	,00	2,97
Hátrasorolt + Hosszú lejáratú kötelezettségek aránya	IT szolgáltatás	27697	,0451	,13191	,00079	,0435	,0466	-,20	2,64
	Vendéglátás	34338	,1342	,34640	,00187	,1305	,1378	-,16	2,91
	Total	62035	,0944	,27595	,00111	,0922	,0966	-,20	2,91
Rövid lejáratú kötelezettségek aránya	IT szolgáltatás	27697	,3292	,26703	,00160	,3260	,3323	,00	2,95
	Vendéglátás	34338	,4581	,48868	,00264	,4529	,4632	,00	2,97
	Total	62035	,4005	,41004	,00165	,3973	,4037	,00	2,97
Tőkeáttétel	IT szolgáltatás	27697	,8274	1,06964	,00643	,8148	,8400	-3,63	4,91
	Vendéglátás	34338	,6827	1,56736	,00846	,6661	,6993	-3,63	4,91
	Total	62035	,7473	1,36959	,00550	,7365	,7581	-3,63	4,91

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

15. M: A TŐKESZERKEZET ÉS A JÖVEDELMEZŐSÉG KORRELÁCIÓS EGYÜTTMUTATÓI MÉRTEKENKÉNT

		Korreláció												
		STA				ROA				ROTC				
KKV besorolás		2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	
Mikrovállalkozás	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	,063	,229	,289	,300	,059	,227	,286	,298
		Sig. (2-tailed)					<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001
		N	7159	7631	8019	3116	7159	7631	8019	3116	7159	7631	8019	3116
	ROA	Pearson Correlation	,063	,229	,289	,300	1	1	1	1	,996	,998	,997	,998
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	7159	7631	8019	3116	7159	7631	8019	3116	7159	7631	8019	3116
	ROTC	Pearson Correlation	,059	,227	,286	,298	,996	,998	,997	,998	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	7159	7631	8019	3116	7159	7631	8019	3116	7159	7631	8019	3116
Kisvállalkozás	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	,073	,341	,378	,435	,071	,340	,374	,433
		Sig. (2-tailed)					,005	<,001	<,001	<,001	,006	<,001	<,001	<,001
		N	1502	1945	1944	363	1502	1945	1944	363	1502	1945	1944	363
	ROA	Pearson Correlation	,073	,341	,378	,435	1	1	1	1	,996	,998	,998	,996
		Sig. (2-tailed)	,005	<,001	<,001	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	1502	1945	1944	363	1502	1945	1944	363	1502	1945	1944	363
	ROTC	Pearson Correlation	,071	,340	,374	,433	,996	,998	,998	,996	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	,006	<,001	<,001	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	1502	1945	1944	363	1502	1945	1944	363	1502	1945	1944	363
Közép-vállalkozás	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	-,053	,291	,401	,493	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)					,483	<,001	<,001	<,001	,292	<,001	<,001	<,001
		N	179	219	221	225	179	219	221	225	179	219	221	225
	ROA	Pearson Correlation	-,053	,291	,401	,493	1	1	1	1	,929	,997	,997	,995
		Sig. (2-tailed)	,483	<,001	<,001	<,001					<,001	<,001	<,001	<,001
		N	179	219	221	225	179	219	221	225	179	219	221	225
	ROTC	Pearson Correlation	-,079	,286	,395	,494	,929	,997	,997	,995	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	,292	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001				
		N	179	219	221	225	179	219	221	225	179	219	221	225

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

16. M: A TŐKESZERKEZET ÉS A JÖVEDELMEZŐSÉG KORRELÁCIÓS EGYÜTTTHATÓI

STATISZTIKAI RÉGIÓNKÉNT

Terület		Korreláció												
		STA				ROA				ROTC				
		2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	
Közép-Magyarország	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	,075	,257	,304	,301	,071	,255	,301	,299
		Sig. (2-tailed)					<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001
		N	4835	5476	5702	2037	4835	5476	5702	2037	4835	5476	5702	2037
	ROA	Pearson Correlation	,075	,257	,304	,301	1	1	1	1	,996	,998	,998	,997
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	4835	5476	5702	2037	4835	5476	5702	2037	4835	5476	5702	2037
	ROTC	Pearson Correlation	,071	,255	,301	,299	,996	,998	,998	,997	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	4835	5476	5702	2037	4835	5476	5702	2037	4835	5476	5702	2037
Észak-alföld	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	,068	,236	,308	,359	,065	,234	,307	,357
		Sig. (2-tailed)					,002	<,001	<,001	<,001	,004	<,001	<,001	<,001
		N	1977	2028	2143	832	1977	2028	2143	832	1977	2028	2143	832
	ROA	Pearson Correlation	,068	,236	,308	,359	1	1	1	1	,995	,999	,999	,999
		Sig. (2-tailed)	,002	<,001	<,001	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	1977	2028	2143	832	1977	2028	2143	832	1977	2028	2143	832
	ROTC	Pearson Correlation	,065	,234	,307	,357	,995	,999	,999	,999	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	,004	<,001	<,001	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	1977	2028	2143	832	1977	2028	2143	832	1977	2028	2143	832
Dunántúl	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	,034	,230	,282	,292	,031	,227	,280	,290
		Sig. (2-tailed)					,122	<,001	<,001	<,001	,161	<,001	<,001	<,001
		N	2028	2291	2339	835	2028	2291	2339	835	2028	2291	2339	835
	ROA	Pearson Correlation	,034	,230	,282	,292	1	1	1	1	,996	,999	,994	,999
		Sig. (2-tailed)	,122	<,001	<,001	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	2028	2291	2339	835	2028	2291	2339	835	2028	2291	2339	835
	ROTC	Pearson Correlation	,031	,227	,280	,290	,996	,999	,994	,999	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	,161	<,001	<,001	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	2028	2291	2339	835	2028	2291	2339	835	2028	2291	2339	835

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

17. M: A TŐKESZERKEZET ÉS A JÖVEDELMEZŐSÉG KORRELÁCIÓS EGYÜTTTHATÓI

IPARÁGANKÉNT

TEÁOR 2		Korreláció												
		STA				ROA				ROTC				
		2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	
IT szolgáltatás	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	-,158	,129	,267	,206	-,167	,121	,258	,199
		Sig. (2-tailed)					<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001
		N	4141	4345	4348	1775	4141	4345	4348	1775	4141	4345	4348	1775
	ROA	Pearson Correlation	-,158	,129	,267	,206	1	1	1	1	,994	,996	,994	,996
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	4141	4345	4348	1775	4141	4345	4348	1775	4141	4345	4348	1775
	ROTC	Pearson Correlation	-,167	,121	,258	,199	,994	,996	,994	,996	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	4141	4345	4348	1775	4141	4345	4348	1775	4141	4345	4348	1775
Vendéglátás	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	,088	,249	,318	,376	,085	,246	,316	,375
		Sig. (2-tailed)					<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001
		N	4699	5450	5836	1929	4699	5450	5836	1929	4699	5450	5836	1929
	ROA	Pearson Correlation	,088	,249	,318	,376	1	1	1	1	,997	,999	,999	1,000
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	4699	5450	5836	1929	4699	5450	5836	1929	4699	5450	5836	1929
	ROTC	Pearson Correlation	,085	,246	,316	,375	,997	,999	,999	1,000	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	4699	5450	5836	1929	4699	5450	5836	1929	4699	5450	5836	1929

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

18. M: A TŐKESZERKEZET ÉS A LIKVIDITÁS KORRELÁCIÓS EGYÜTTMUTATÓI MÉRETENKÉNT

KKV besorolás		Korreláció												
		STA				LIKV1				LIKV3				
		2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	
Mikrovállalkozás	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	,400	,451	,450	,474	,361	,397	,402	,425
		Sig. (2-tailed)					<,001	,000	,000	<,001	<,001	<,001	,000	<,001
		N	7159	7631	8019	3116	7159	7631	8019	3116	7159	7631	8019	3116
	LIKV1	Pearson Correlation	,400	,451	,450	,474	1	1	1	1	,777	,833	,837	,846
		Sig. (2-tailed)	<,001	,000	,000	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	7159	7631	8019	3116	7159	7631	8019	3116	7159	7631	8019	3116
	LIKV3	Pearson Correlation	,361	,397	,402	,425	,777	,833	,837	,846	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	,000	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	7159	7631	8019	3116	7159	7631	8019	3116	7159	7631	8019	3116
Kisvállalkozás	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	,326	,404	,451	,519	,280	,339	,397	,438
		Sig. (2-tailed)					<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001
		N	1502	1945	1944	363	1502	1945	1944	363	1502	1945	1944	363
	LIKV1	Pearson Correlation	,326	,404	,451	,519	1	1	1	1	,734	,838	,824	,849
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001					<,001	,000	,000	<,001
		N	1502	1945	1944	363	1502	1945	1944	363	1502	1945	1944	363
	LIKV3	Pearson Correlation	,280	,339	,397	,438	,734	,838	,824	,849	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	,000	,000	<,001				
		N	1502	1945	1944	363	1502	1945	1944	363	1502	1945	1944	363
Közép-vállalkozás	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	,494	,496	,498	,570	,448	,534	,564	,494
		Sig. (2-tailed)					<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001
		N	179	219	221	225	179	219	221	225	179	219	221	225
	LIKV1	Pearson Correlation	,494	,496	,498	,570	1	1	1	1	,804	,764	,646	,836
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001					<,001	<,001	<,001	<,001
		N	179	219	221	225	179	219	221	225	179	219	221	225
	LIKV3	Pearson Correlation	,448	,534	,564	,494	,804	,764	,646	,836	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001				
		N	179	219	221	225	179	219	221	225	179	219	221	225

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

19. M: A TŐKESZERKEZET ÉS A LIKVIDITÁS KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓI STATISZTIKAI RÉGIÓNKÉNT

Terület		Korreláció												
		STA				LIKV1				LIKV3				
		2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	
Közép-Magyarország	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	,405	,459	,469	,485	,356	,393	,408	,437
		Sig. (2-tailed)					<,001	<,001	,000	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001
		N	4835	5476	5702	2037	4835	5476	5702	2037	4835	5476	5702	2037
	LIKV1	Pearson Correlation	,405	,459	,469	,485	1	1	1	1	,787	,823	,820	,847
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	,000	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	4835	5476	5702	2037	4835	5476	5702	2037	4835	5476	5702	2037
	LIKV3	Pearson Correlation	,356	,393	,408	,437	,787	,823	,820	,847	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	4835	5476	5702	2037	4835	5476	5702	2037	4835	5476	5702	2037
Észak-és Alföld	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	,395	,430	,432	,498	,360	,385	,402	,431
		Sig. (2-tailed)					<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001
		N	1977	2028	2143	832	1977	2028	2143	832	1977	2028	2143	832
	LIKV1	Pearson Correlation	,395	,430	,432	,498	1	1	1	1	,801	,847	,858	,859
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001					,000	,000	,000	<,001
		N	1977	2028	2143	832	1977	2028	2143	832	1977	2028	2143	832
	LIKV3	Pearson Correlation	,360	,385	,402	,431	,801	,847	,858	,859	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	,000	,000	,000	<,001				
		N	1977	2028	2143	832	1977	2028	2143	832	1977	2028	2143	832
Dunántúl	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	,356	,422	,410	,459	,336	,382	,379	,416
		Sig. (2-tailed)					<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001
		N	2028	2291	2339	835	2028	2291	2339	835	2028	2291	2339	835
	LIKV1	Pearson Correlation	,356	,422	,410	,459	1	1	1	1	,733	,854	,851	,841
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001					,000	,000	,000	<,001
		N	2028	2291	2339	835	2028	2291	2339	835	2028	2291	2339	835
	LIKV3	Pearson Correlation	,336	,382	,379	,416	,733	,854	,851	,841	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	,000	,000	,000	<,001				
		N	2028	2291	2339	835	2028	2291	2339	835	2028	2291	2339	835

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

20. M: A TŐKESZERKEZET ÉS A LIKVIDITÁS KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓI IPARÁGANKÉNT

TEÁOR 2		Korreláció												
		STA				LIKV1				LIKV3				
		2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	
IT szolgáltatás	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	,491	,574	,577	,571	,424	,493	,516	,526
		Sig. (2-tailed)					<,001	,000	,000	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001
		N	4141	4345	4348	1775	4141	4345	4348	1775	4141	4345	4348	1775
	LIKV1	Pearson Correlation	,491	,574	,577	,571	1	1	1	1	,818	,843	,843	,861
		Sig. (2-tailed)	<,001	,000	,000	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	4141	4345	4348	1775	4141	4345	4348	1775	4141	4345	4348	1775
	LIKV3	Pearson Correlation	,424	,493	,516	,526	,818	,843	,843	,861	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	4141	4345	4348	1775	4141	4345	4348	1775	4141	4345	4348	1775
Vendéglátás	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	,348	,399	,411	,459	,318	,355	,368	,403
		Sig. (2-tailed)					<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001
		N	4699	5450	5836	1929	4699	5450	5836	1929	4699	5450	5836	1929
	LIKV1	Pearson Correlation	,348	,399	,411	,459	1	1	1	1	,728	,817	,822	,839
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	4699	5450	5836	1929	4699	5450	5836	1929	4699	5450	5836	1929
	LIKV3	Pearson Correlation	,318	,355	,368	,403	,728	,817	,822	,839	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	4699	5450	5836	1929	4699	5450	5836	1929	4699	5450	5836	1929

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

21. M: A LIKVIDITÁS ÉS A JÖVEDELMEZŐSÉG KORRELÁCIÓS EGYÜTTTHATÓI MÉRETENKÉNT

KKV besorolás		Korreláció												
		LIKVI				ROA				ROTC				
		2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	
Mikrovállalkozás	LIKVI	Pearson Correlation	1	1	1	1	-,102	,156	,210	,250	-,106	,154	,207	,247
		Sig. (2-tailed)					<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001
		N	7159	7631	8019	3116	7159	7631	8019	3116	7159	7631	8019	3116
	ROA	Pearson Correlation	-,102	,156	,210	,250	1	1	1	1	,996	,998	,997	,998
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	7159	7631	8019	3116	7159	7631	8019	3116	7159	7631	8019	3116
	ROTC	Pearson Correlation	-,106	,154	,207	,247	,996	,998	,997	,998	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	7159	7631	8019	3116	7159	7631	8019	3116	7159	7631	8019	3116
Kisvállalkozás	LIKVI	Pearson Correlation	1	1	1	1	-,103	,218	,250	,366	-,107	,221	,248	,356
		Sig. (2-tailed)					<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001
		N	1502	1945	1944	363	1502	1945	1944	363	1502	1945	1944	363
	ROA	Pearson Correlation	-,103	,218	,250	,366	1	1	1	1	,996	,998	,998	,996
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	1502	1945	1944	363	1502	1945	1944	363	1502	1945	1944	363
	ROTC	Pearson Correlation	-,107	,221	,248	,356	,996	,998	,998	,996	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	1502	1945	1944	363	1502	1945	1944	363	1502	1945	1944	363
Közép-vállalkozás	LIKVI	Pearson Correlation	1	1	1	1	-,067	,180	,229	,278	-,045	,180	,225	,279
		Sig. (2-tailed)					,374	,008	<,001	<,001	,549	,008	<,001	<,001
		N	179	219	221	225	179	219	221	225	179	219	221	225
	ROA	Pearson Correlation	-,067	,180	,229	,278	1	1	1	1	,929	,997	,997	,995
		Sig. (2-tailed)	,374	,008	<,001	<,001					<,001	<,001	<,001	<,001
		N	179	219	221	225	179	219	221	225	179	219	221	225
	ROTC	Pearson Correlation	-,045	,180	,225	,279	,929	,997	,997	,995	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	,549	,008	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001				
		N	179	219	221	225	179	219	221	225	179	219	221	225

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

22. M: A LIKVIDITÁS ÉS A JÖVEDELMEZŐSÉG KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓI

STATISZTIKAI RÉGIÓNKÉNT

Terület		Korreláció												
		LIKVI				ROA				ROTC				
		2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	
Közép-Magyarország	LIKVI	Pearson Correlation	1	1	1	1	-,123	,153	,201	,232	-,128	,152	,198	,229
		Sig. (2-tailed)					<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001
		N	4835	5476	5702	2037	4835	5476	5702	2037	4835	5476	5702	2037
	ROA	Pearson Correlation	-,123	,153	,201	,232	1	1	1	1	,996	,998	,998	,997
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	4835	5476	5702	2037	4835	5476	5702	2037	4835	5476	5702	2037
	ROTC	Pearson Correlation	-,128	,152	,198	,229	,996	,998	,998	,997	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	4835	5476	5702	2037	4835	5476	5702	2037	4835	5476	5702	2037
Észak-alföld	LIKVI	Pearson Correlation	1	1	1	1	-,062	,145	,174	,264	-,066	,143	,171	,261
		Sig. (2-tailed)					,006	<,001	<,001	<,001	,003	<,001	<,001	<,001
		N	1977	2028	2143	832	1977	2028	2143	832	1977	2028	2143	832
	ROA	Pearson Correlation	-,062	,145	,174	,264	1	1	1	1	,995	,999	,999	,999
		Sig. (2-tailed)	,006	<,001	<,001	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	1977	2028	2143	832	1977	2028	2143	832	1977	2028	2143	832
	ROTC	Pearson Correlation	-,066	,143	,171	,261	,995	,999	,999	,999	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	,003	<,001	<,001	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	1977	2028	2143	832	1977	2028	2143	832	1977	2028	2143	832
Dunántúl	LIKVI	Pearson Correlation	1	1	1	1	-,098	,170	,231	,298	-,105	,166	,228	,294
		Sig. (2-tailed)					<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001
		N	2028	2291	2339	835	2028	2291	2339	835	2028	2291	2339	835
	ROA	Pearson Correlation	-,098	,170	,231	,298	1	1	1	1	,996	,999	,994	,999
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	2028	2291	2339	835	2028	2291	2339	835	2028	2291	2339	835
	ROTC	Pearson Correlation	-,105	,166	,228	,294	,996	,999	,994	,999	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	2028	2291	2339	835	2028	2291	2339	835	2028	2291	2339	835

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

23. M: A LIKVIDITÁS ÉS A JÖVEDELMEZŐSÉG KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓI

IPARÁGANKÉNT

TEÁOR 2		Korreláció												
		LIKVI				ROA				ROTC				
		2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	
IT szolgáltatás	LIKVI	Pearson Correlation	1	1	1	1	-,231	,126	,184	,211	-,237	,122	,179	,205
		Sig. (2-tailed)					<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001
		N	4141	4345	4348	1775	4141	4345	4348	1775	4141	4345	4348	1775
	ROA	Pearson Correlation	-,231	,126	,184	,211	1	1	1	1	,994	,996	,994	,996
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	4141	4345	4348	1775	4141	4345	4348	1775	4141	4345	4348	1775
	ROTC	Pearson Correlation	-,237	,122	,179	,205	,994	,996	,994	,996	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	4141	4345	4348	1775	4141	4345	4348	1775	4141	4345	4348	1775
Vendéglátás	LIKVI	Pearson Correlation	1	1	1	1	-,052	,132	,212	,289	-,057	,129	,209	,287
		Sig. (2-tailed)					<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001
		N	4699	5450	5836	1929	4699	5450	5836	1929	4699	5450	5836	1929
	ROA	Pearson Correlation	-,052	,132	,212	,289	1	1	1	1	,997	,999	,999	1,000
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	4699	5450	5836	1929	4699	5450	5836	1929	4699	5450	5836	1929
	ROTC	Pearson Correlation	-,057	,129	,209	,287	,997	,999	,999	1,000	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	4699	5450	5836	1929	4699	5450	5836	1929	4699	5450	5836	1929

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

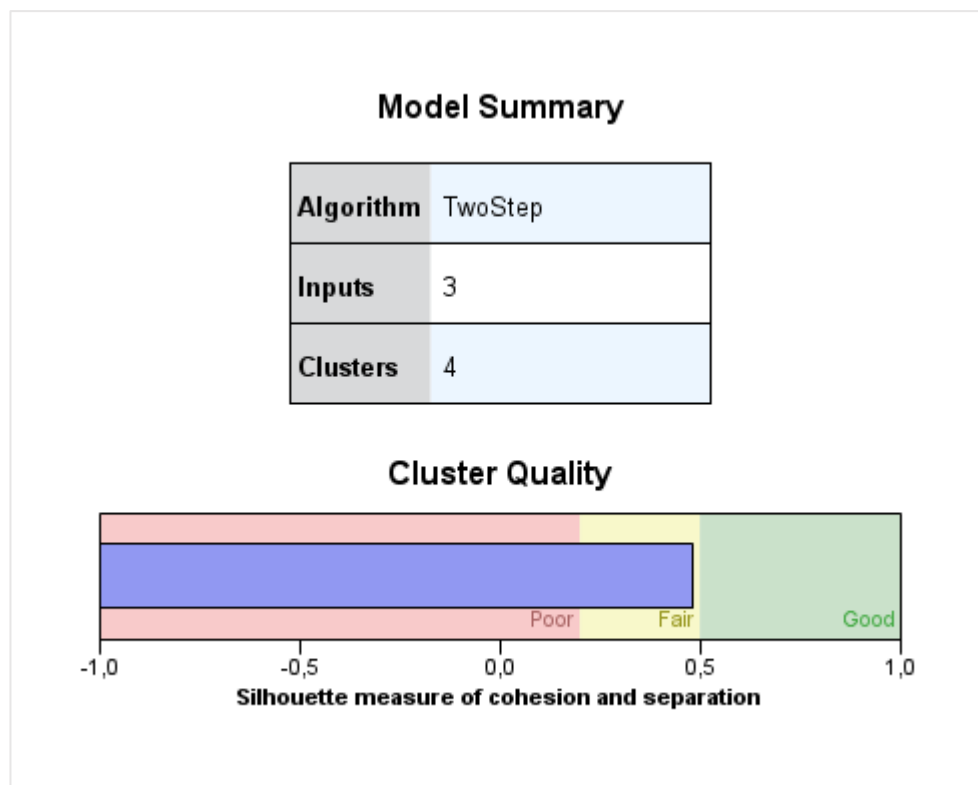
24. M: A MUTATÓK EREDETI INFORMÁCIÓTARTALMA

Kommunalitások		
	Initial	Extraction
Zscore: Saját tőke aránya	1,000	,954
Zscore: Kötelezettségek aránya	1,000	,962
Zscore: Rövid lejáratú kötelezettségek aránya	1,000	,830
Zscore: ROA	1,000	,855
Zscore: ROS	1,000	,844
Zscore: Össztőke jövedelmezőség	1,000	,854
Zscore: Működési profithányad	1,000	,828
Zscore: Likviditási ráta	1,000	,939
Zscore: Likviditási gyorsráta	1,000	,960
Zscore: Pénzhányad mutató	1,000	,881

Extraction Method: Principal Component Analysis.

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

25. M: A TWO-STEP KLASZTERELJÁRÁS EREDMÉNYE



(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

26. M: A TŐKESZERKEZET ÉS A JÖVEDELMEZŐSÉG KORRELÁCIÓS EGYÜTTTHATÓI KLASZTERENKÉNT

Cluster Number of Case		Korreláció												
		STA				ROA				ROTC				
		2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	
Közdéztárs	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	,028	,001	-,070	,260	,027	,002	-,069	,263
		Sig. (2-tailed)					,408	,980	,099	,005	,421	,953	,108	,005
		N	887	738	550	113	887	738	550	113	887	738	550	113
	ROA	Pearson Correlation	,028	,001	-,070	,260	1	1	1	1	,997	,998	,999	1,000
		Sig. (2-tailed)	,408	,980	,099	,005					,000	,000	,000	<,001
		N	887	738	550	113	887	738	550	113	887	738	550	113
	ROTC	Pearson Correlation	,027	,002	-,069	,263	,997	,998	,999	1,000	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	,421	,953	,108	,005	,000	,000	,000	<,001				
		N	887	738	550	113	887	738	550	113	887	738	550	113
Létföld	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	,019	,065*	,142	,227	,007	,061	,136	,225
		Sig. (2-tailed)					,727	,043	<,001	<,001	,891	,058	<,001	<,001
		N	347	961	1334	622	347	961	1334	622	347	961	1334	622
	ROA	Pearson Correlation	,019	,065*	,142	,227	1	1	1	1	,994	,998	,998	,999
		Sig. (2-tailed)	,727	,043	<,001	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	347	961	1334	622	347	961	1334	622	347	961	1334	622
	ROTC	Pearson Correlation	,007	,061	,136	,225	,994	,998	,998	,999	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	,891	,058	<,001	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	347	961	1334	622	347	961	1334	622	347	961	1334	622
Vezetésszám	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	,313	,350	,354	,248	,306	,346	,345	,243
		Sig. (2-tailed)					<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001
		N	2307	2671	2464	849	2307	2671	2464	849	2307	2671	2464	849
	ROA	Pearson Correlation	,313	,350	,354	,248	1	1	1	1	,998	,998	,997	,998
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	2307	2671	2464	849	2307	2671	2464	849	2307	2671	2464	849
	ROTC	Pearson Correlation	,306	,346	,345	,243	,998	,998	,997	,998	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	2307	2671	2464	849	2307	2671	2464	849	2307	2671	2464	849
Jövedelmező	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	-,097	,352	,465	,468	-,105	,348	,459	,462
		Sig. (2-tailed)					<,001	<,001	,000	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001
		N	5299	5425	5836	2120	5299	5425	5836	2120	5299	5425	5836	2120
	ROA	Pearson Correlation	-,097	,352	,465	,468	1	1	1	1	,991	,996	,994	,995
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	,000	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	5299	5425	5836	2120	5299	5425	5836	2120	5299	5425	5836	2120
	ROTC	Pearson Correlation	-,105	,348	,459	,462	,991	,996	,994	,995	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	5299	5425	5836	2120	5299	5425	5836	2120	5299	5425	5836	2120

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

27. M: A TŐKESZERKEZET ÉS A LIKVIDITÁS KORRELÁCIÓS EGYÜTTMUTATÓI

KLASZTERENKÉNT

Cluster Number of Case		Korreláció												
		STA				LIKV1				LIKV3				
		2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	2015	2017	2019	2021	
Közfizetés	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	-,038	-,047	-,146	,091	-,055	-,007	-,046	,070
		Sig. (2-tailed)					,264	,199	<,001	,337	,100	,849	,279	,458
		N	887	738	550	113	887	738	550	113	887	738	550	113
	LIKV1	Pearson Correlation	-,038	-,047	-,146	,091	1	1	1	1	,602	,614	,720	,592
		Sig. (2-tailed)	,264	,199	<,001	,337					<,001	<,001	<,001	<,001
		N	887	738	550	113	887	738	550	113	887	738	550	113
	LIKV3	Pearson Correlation	-,055	-,007	-,046	,070	,602	,614	,720	,592	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	,100	,849	,279	,458	<,001	<,001	<,001	<,001				
		N	887	738	550	113	887	738	550	113	887	738	550	113
Likvid	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	,080	,113	,125	,098	,261	,169	,199	,183
		Sig. (2-tailed)					,137	<,001	<,001	,014	<,001	<,001	<,001	<,001
		N	347	961	1334	622	347	961	1334	622	347	961	1334	622
	LIKV1	Pearson Correlation	,080	,113	,125	,098	1	1	1	1	,295	,440	,438	,477
		Sig. (2-tailed)	,137	<,001	<,001	,014					<,001	<,001	<,001	<,001
		N	347	961	1334	622	347	961	1334	622	347	961	1334	622
	LIKV3	Pearson Correlation	,261	,169	,199	,183	,295	,440	,438	,477	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001				
		N	347	961	1334	622	347	961	1334	622	347	961	1334	622
Vesztéséget	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	,448	,483	,444	,479	,429	,442	,428	,445
		Sig. (2-tailed)					<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001
		N	2307	2671	2464	849	2307	2671	2464	849	2307	2671	2464	849
	LIKV1	Pearson Correlation	,448	,483	,444	,479	1	1	1	1	,577	,594	,594	,612
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001					<,001	<,001	<,001	<,001
		N	2307	2671	2464	849	2307	2671	2464	849	2307	2671	2464	849
	LIKV3	Pearson Correlation	,429	,442	,428	,445	,577	,594	,594	,612	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001	<,001				
		N	2307	2671	2464	849	2307	2671	2464	849	2307	2671	2464	849
Jövedelmű	STA	Pearson Correlation	1	1	1	1	,516	,613	,629	,672	,475	,553	,547	,588
		Sig. (2-tailed)					,000	,000	,000	<,001	<,001	,000	,000	<,001
		N	5299	5425	5836	2120	5299	5425	5836	2120	5299	5425	5836	2120
	LIKV1	Pearson Correlation	,516	,613	,629	,672	1	1	1	1	,658	,729	,699	,735
		Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	<,001					,000	,000	,000	,000
		N	5299	5425	5836	2120	5299	5425	5836	2120	5299	5425	5836	2120
	LIKV3	Pearson Correlation	,475	,553	,547	,588	,658	,729	,699	,735	1	1	1	1
		Sig. (2-tailed)	<,001	,000	,000	<,001	,000	,000	,000	,000				
		N	5299	5425	5836	2120	5299	5425	5836	2120	5299	5425	5836	2120

(Forrás: Saját szerkesztés, Crefoport adatbázis alapján)

NYILATKOZAT

Alulírott Németh Tamás jelen nyilatkozat aláírásával kijelentem, hogy a

**MAGYARORSZÁG INFORMATIKAI ÉS VENDÉGLÁTÓ ÁGAZATÁBAN
MŰKÖDŐ KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOK PÉNZÜGYI HELYZETÉNEK
VIZSGÁLATA 2015 ÉS 2021 KÖZÖTT**

című **PhD értekezésem** önálló munkám, az értekezés készítése során betartottam a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szabályait, valamint a Széchenyi István Gazdálkodás- és Szervezéstudományok Doktori Iskola által előírt, a doktori értekezés készítésére vonatkozó szabályokat, különösen a hivatkozások és idézések tekintetében⁸.

Kijelentem továbbá, hogy az értekezés készítése során az önálló kutatómunka kitétel tekintetében témavezetőimet, illetve a programvezetőt nem tévesztettem meg.

Jelen nyilatkozat aláírásával tudomásul veszem, hogy amennyiben bizonyítható, hogy az értekezést nem magam készítettem, vagy az értekezéssel kapcsolatban szerzői jogsértés ténye merül fel, a Soproni Egyetem megtagadja az értekezés befogadását.

Az értekezés befogadásának megtagadása nem érinti a szerzői jogsértés miatti egyéb (polgári jogi, szabálysértési jogi, büntetőjogi) jogkövetkezményeket.

Kelt: Sopron, 20____ év _____ hónap _____ nap

.....
doktorjelölt

⁸ **1999. évi LXXVI. tv. 34. § (1)** A mű részletét – az átvevő mű jellege és célja által indokolt terjedelemben és az eredetihez híven – a forrás, valamint az ott megjelölt szerző megnevezésével bárki idézheti. **36. § (1)** Nyilvánosan tartott előadások és más hasonló művek részletei, valamint politikai beszédek tájékoztatás céljára – a cél által indokolt terjedelemben – szabadon felhasználhatók. Ilyen felhasználás esetén a forrást – a szerző nevével együtt – fel kell tüntetni, ha csak ez lehetetlennek nem bizonyul.

KÖSZÖNETNYILVÁNÍTÁS

Ezúton szeretnék köszönetet mondani témavezetőimnek, Dr. Pataki Lászlónak és Dr. Hegedűs Mihálynak, akik a doktori képzésem kezdetétől fogva segítettek munkámat a disszertációm befejezéséig. Hálás vagyok nekik, mert, nagymértékben segítettek kutató munkámat, publikációs tevékenységemet, sokrétű támogatásukkal javaslatukkal irányt mutattak az értekezésem megírásához.

Köszönettel tartozom továbbá Dr. Obádovics Csilla professzor asszonynak a Széchenyi István Doktori Iskola jelenlegi vezetőjének, Dr. Balázs Judit professzor asszonynak korábbi témavezetőmnek, valamint a doktori képzésemben részt vett valamennyi tanáromnak azért, hogy doktori tanulmányaimat és kutatásomat lehetővé tették és segítették.

Köszönöm Dr. Baranyi Aranka egyetemi docens asszonytól és Dr. Hágen István Zsombor egyetemi docens úrtól a munkahelyi vitán kapott értékes és konstruktív kritikákat, amelyek hozzájárultak disszertációm szakmai színvonalához.

Köszönöm továbbá a családom minden tagjának azt a támogatást, amellyel mindvégig támogattak tanulmányaim és kutatásom során.