

## Sinkovics Alfréd\*

# A VÁLLALKOZÁSOK TŐKESZERKEZETÉNEK VÁLTOZÁSA MAGYARORSZÁGON 1995-2002

### Vállalati tőkeszerkezeti trendek

A vállalati tőkeszerkezet a vállalati fejlődés saját vagy idegen tőkéből való finanszírozása révén folyamatosan formálódik, változik. Az elmúlt évtizedek tapasztalata, hogy a tőkeáttétel, (az idegen hosszú lejáratú tőke/saját tőke) mutatója a világ fejlett országaiban folyamatosan nő, ugyancsak növekszik a rövid lejáratú eladósodás is. Mi erre a magyarázat?

A tőzsdei elsődleges részvénykibocsátások – vagy középlejáratú kötvénykibocsátások során *a befektetők* – köztük a lakossági befektetők – *közvetlenül az adott vállalat fejlesztési tőkeszükségletét finanszírozzák*. A finanszírozás részvényvásárlás esetén visszavonhatatlan (praktikusan örökre szól). A befektetés megtérülését a finanszírozott beruházás eredményéből képzett osztalék illetve az árfolyamnyereség biztosít(hat)ja. A részvény persze eladható, de ez a vállalati finanszírozás szempontjából közömbös akció. A középlejáratú kötvénykölcsönök esetében a kölcsön visszafizetésével a tőkeáttétel korábbi átmeneti növekedése megszűnik, ennek ellenére a tőkeáttétel folyamatosan növekszik. Valamely befektető konkrét tőzsdei befektetése elsődleges részvénykibocsátás során *magasabb kockázatú*, mint az alternatív banki betétképzés. Igaz, ennek fejében elvileg nagyobb megtérülést is ígér. A részvényes kockázatának mértéke az adott vállalat profiljától, tevékenységétől, menedzsmentjétől és ezer más dologtól függ.<sup>1</sup>

Az USA-ban a lakossági megtakarítások sokkal jelentősebb része szolgál a tőzsdén keresztüli közvetlen vállalatfinanszírozásra, mint a banki közvetítőrendszeren keresztül, akár elsődleges kibocsátású részvények vásárlása, akár rövid vagy hosszabb lejáratú kötvények vásárlása révén. Noha Nyugat-Európa több államában és Kelet-Európában is gyorsan fejlődik a tőzsdei finanszírozás, ám a banki hitelezés szerepe sokkal jelentősebb a vállalati tőkeszükségletek finanszírozásában, mint az USA-ban.<sup>2</sup>

Egy banki súlypontú vállalatfinanszírozási rendszerben maga a bankrendszer az az alapvető közvetítőrendszer, amely a közületi, a vállalati és a magánszféra megtakarításait közvetíti a vállalatok tőkefinanszírozására, tehát közép- és hosszú lejáratú kölcsönökkel való ellátására. Az általános tapasztalat az, hogy

\* Főiskolai tanár, Általános Vállalkozási Főiskola

<sup>1</sup> *Nálunk Magyarországon még nagyon fiatal a modern kapitalizmus, ezért nincs elég adat a hazai Beták kiszámításához. Ezért a magyar befektető messze nem tud olyan tudatos befektetői magatartást tanúsítani, mint az amerikai. Nincs több évtizedes (az USA-ban másfél évszázados) statisztikánk az egyes ágazatokban csődbe jutott vállalatok arányáról, amelyből az itt működő vállalatok kockázatosságát, vele az elvárt tulajdonosi megtérülést és a tőkeköltséget számolhatná a piac.*

<sup>2</sup> *A tőkeszerkezetnek több definíciója ismert, a két alapvető meghatározás: összes kötelezettség/összes források; összes hosszú lejáratú kötelezettségek/összes források (vagy eszközök).*

míg a bankok folyamatosan finanszírozzák a vállalatok forgóeszköz-hitel szükségleteit, addig igen *nehéz közép- vagy hosszú lejáratú kölcsöntőke finanszírozást kapni bankoktól, különösen a kis- és középvállalkozásoknak*. A nem *blue chip* (a világ legnagyobb globális vállalatai) Magyarországon működő kis- és középvállalkozások fejlesztésfinanszírozása is bizonytalan, és jelentős részben ki van szolgáltatva a hazai bankrendszer egészének.

A hazai kis- és középvállalatok (valamint sok nagyvállalat) tőkefinanszírozási helyzete, úgy tűnik, egyszerűen mutatja Magyarországon a még mindig jelen lévő tőkehiányt, a tőkepiac fejletlenségét, a jövedelem alacsonyágát, a megtakarítási képesség és hajlandóság visszafogottságát. A tőzsdén levő részvénytársaságok száma rendkívül alacsony, az elmúlt években a tőzsdei vállalatok száma néhány kivétellel még csökkent is, bár 2004-ben a tőzsdei vállalatok jól teljesítettek. A hazai viszonyok közt a vállalkozások zömének nem csak rövid, de *a hosszú lejáratú finanszírozása is a banki közvetítői rendszerre épül*, és nem a tőzsdére. A közép- és hosszú lejáratú értékpapír alapú finanszírozási lehetőségek szinte csak a *blue chip* vállalatok részére lehetségesek.<sup>3</sup> Érdekes módon, a bankrendszer oldaláról nézve nem érzékelhető az a tapasztalat, hogy a vállalkozások könnyebben kapnak rövid lejáratú, mint közép- és hosszú lejáratú hiteleket. Összességében ui. 1998-2001 között a vállalatoknak nyújtott *bankhitelek fele volt hosszú és fele rövid lejáratú*.

A bankokat jelenleg – figyelembe véve az inflációval folyamatosan csökkenő kamatokat – talán a KKV-k közép és hosszú lejáratú finanszírozástól a csökkenő hozamgörbe riasztja vissza, amely arra ösztönzi őket, hogy inkább a magasabb aktuális kamatokon kölcsönözzenek rövid távra, mintsem a csökkenő határidős kamatokon közép vagy hosszú távra. A Nemzeti Bank egy 2000-es tanulmánya szerint a vállalati forintkamatok 1998. I. n. évben 20 százalék körül, 1999. I. n. évben 16 százalék körül, 2000. I. n. évben 2001. I. n. évben 12 százalék körül voltak, jelenleg (2005 május) 8 százalék körül vannak.

Meglepőnek tűnik, hogy Magyarországon (a rendszerváltás után) is, ugyanúgy, ahogy az USA-ban és a fejlett piacgazdaságok szinte mindegyikében, határozott tendencia, hogy *nő a vállalkozások hosszú és rövid lejáratú eladósodottsága, külső forrásokra szorultsága*. Ezt már külföldi elemzők is észreveszik, lásd a táblázatot.

#### AZ ÖSSZES KÖTELEZETTSÉG/ÖSSZES ESZKÖZÖK KÖNYV SZERINTI ÉS PIACI ÉRTÉKE 2000-BEN

	Kötelezettségek/ összes eszközérték könyv szerint	Kötelezettségek/ összes eszközérték piaci értéken
USA	0,66	0,44
Japán	0,67	0,45
Németország	0,72	0,73
Franciaország	0,69	0,61
Olaszország	0,67	0,67
Nagy-Britannia	0,57	0,42
Kanada	0,61	0,47
Lengyelország*	0,36	0,3
Magyarország*	0,43	0,43

\* Csak a tőzsdei cégekből vett minta

<sup>3</sup> Még leginkább a befektetési alapok, ingatlan befektetési társaságok, szövetkezetek tudtak – kis induló nagyságuk dacára – jelentős lakossági kötvénybefektetéseket magukhoz vonzani.

Segít-e a vállalati pénzügyi elmélet a vállalati eladósodás növekedését megérteni, s megmagyarázni a tőkeszerkezet alakításának gazdasági motívumait egyrészt a tőke ára felől, másrészt a tőke hozadéka felől? A *Miller-Modigliani I. tétel* tökéletes versenyt, monopóliumok nélküli piacokat, állami beavatkozás nélküli gazdasági teret feltételezve annyit mond, hogy a tőkestruktúra változásai nem befolyásolják a vállalati értéket. Tehát, ha nő a tőkeszerkezetben a kvázi kockázatot nem vállaló adósság, mint forrás, és csökken a saját tőke részaránya, akkor a tőketulajdonosok nagyobb kockázatot kénytelenek viselni, de ezt nagyobb megtérülésnek kell kompenzálnia, miközben a vállalati érték változatlan.

Ez az elmélet nem magyarázza a világgazdasági méretekben növekvő vállalati tőkeszerkezeti változásokat, a hosszú és rövid lejáratú adósság-hányad növekedését. A *Miller-Modigliani II. tétel* tisztázza, hogy ha nő a hosszú lejáratú hitelfinanszírozás a vállalati tőkén belül, akkor a kölcsöntőke kamatterhe társasági adómegettakarításhoz vezet, szemben azzal, ha a hosszú lejáratú addicionális finanszírozás a saját tőke növelésével történne. Eszerint a saját tőke drágább finanszírozás, hiszen a vállalkozói kockázat miatt az elvárt megtérülés nagyobb, mint a kockázatmentes kamatláb.

Ha ez a tétel a gyakorlatban is működik, akkor a tulajdonosok illetve a menedzsment többnyire a hosszú lejáratú bankhitel felvételt részesíti előnyben az addicionális saját tőkéből való finanszírozással szemben. A gyakorlati vállalati tőkefinanszírozási politika magyarázatára szolgál az ún. *Pecking Order* elmélet. Ez az elméletet nem igazolja (hogy a külső hosszú lejáratú forrás olcsóbb a belső forrásnál), mert sorba rendezve a vállalati pénzügyi vezetők preferált forrás-igénybevételi hierarchiáját, a részvénytársaságok mindenekelött:

- saját belső forrásból; majd csak
- hitelforrásból; és
- csak végső fokon új részvények kibocsátásból finanszírozzák vállalatuk közép és hosszú lejáratú forrásigényét.

Össességében nemzetközi szinten is tapasztalható a közép és hosszú lejáratú vállalati eladósodás növekedése. Ez mindenképpen azt mutatja, hogy a fejlesztési forrásszükségletek nagyobbak, mint a felhalmozott nyereség (belső forrás, amely részvénytársaságok esetén függ a nyereség újra befektetési arányától is) valamint a saját tőkét növelő egyéb tulajdonosi tőke- hozzájárulások összege. Ennek okaira jelenleg nem rendelkezünk adekvát magyarázattal. A tény az, hogy a tőkehiányt a vállalatok külső forrásból kényszerülnek finanszírozni.

Lehet az a magyarázat, hogy a tőketulajdonosok befektetési preferenciái változnak, és növekvő hányaduk előnyben részesíti a kockázatmentes(ebb) befektetéseket a direkt vállalatokba történő befektetések helyett, s ezeket a tőkéket egyre inkább a pénzügyi közvetítő intézmények közvetítik a vállalkozási szféra felé? Vagy a kamat/hozam/infláció/adó viszonyokban rejlik a magyarázat? Ráadásul nem csak a hazai vállalatok közép és hosszú lejáratú, de a rövid lejáratú eladósodása is növekszik, s e trend nemzetközi szinten is érvényesül. A ma már klasszikussá vált Brealey-Myers szerzőpár is fontos adatokat mutat be az USA és a nyugat-európai vállalatok eladósodásának növekedésére (1988).

Ez felveti azt a kérdést is, hogy milyen kölcsönkapcsolat vagy autonóm viszony van a vállalati rövid és közép, valamint hosszú lejáratú eladósodás között? Bár a vállalati pénzügyesek feltételezik, hogy van egy optimális idegen tőke/saját tőke arány, ennek optimum kritériumait komolyan még nem fogalmazták meg.

Egyelőre tehát úgy néz ki, nincs lezárt elméleti magyarázat nálunk fejlettebb piaci viszonyok között sem arra, hogy:

- A megtakarítások mikor és milyen arányokban, mely pénzügyi közvetítő rendszer elem révén kerülnek kihelyezésre forgóeszköz-növekedés vagy beruházás finanszírozására?
- Miért növekszik folyamatosan az előbbiektől is függően a tőkeáttétel?
- Miért, milyen hatásokra növekszik a vállalatok rövidlejáratú eladósodása?
- Miért nő a forrásszerkezetben belül mind a rövid, mind a hosszú lejáratú adósság hányada?

## A hazai tőkeszerkezet

A hazai tőkeszerkezetet statisztikai adatelemzés módszerével igyekszünk megragadni. A következő táblázatban az összes, mérleget készítő, Magyarországon működő társas vállalkozás aggregát mérleg- és eredménykimutatási adatait valamint néhány fontos pénzügyi és tőkeszerkezeti mutatóját ismertetjük. A táblázat az 1995-2002-es időszak<sup>4</sup> adatait tartalmazza, sajnos hosszabb időszakot leképező adatbázis nem áll rendelkezésünkre.

A táblázat adatai részletesen és sokoldalúan jellemzik a magyarországi gazdasági vállalkozások tevékenységének gazdasági aspektusait. Mivel az adatok a rendszerváltás után 5 évvel indulnak, így a trendek – a privatizáció gyakorlati befejezése utáni időszakban – már viszonylagosan letisztult piacgazdasági viszonyokat tükröznek.

A tőkeáttétel vizsgálatát az adatbázis egyik strukturális gyengesége nehezíti: a rövid lejáratú kötelezettségek közt nincs elkülönítve a rövid lejáratú hitelek volumene, egyben vannak a rövid lejáratú hitelek, a szállítói hitelek és az egyéb rövid lejáratú kötelezettségek.<sup>5</sup>

### A TÁRSAS VÁLLALKOZÁSOK KIVONATOLT AGGREGÁT MÉRLEGBESZÁMOLÓJA ÉS A BELŐLÜK SZÁMOLT PÉNZÜGYI MUTATÓK

*Nemzetgazdaság összesen 1995-2002*

Évek	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Vállalatok száma	192072	223909	231938	253272	259570	294534	302816	309017
Összes nettó árbevétel és hozam	12225630	15465771	19718913	24795497	28112485	33865146	39714810	42456972
Üzemi tevékenység eredménye	332803	493704	885532	1154725	1293928	1135606	1174007	1304077
Pénzügyi műveletek eredménye	-179820	-159901	-134740	-190318	-202820	467950	599275	310252
Adózott eredmény	40342	180783	639506	837649	952366	1308094	1654610	1504535
Mérlegeredmény	-41378	23037	318243	418043	517823	786467	1035865	860771
Osztalékkivétel	94042	176723	353756	431907	464230	546075	665362	696740
Befektetett eszközök	6080473	7076914	8322973	10189540	11956773	20969709	25921924	21561994
Forgóeszközök	4269577	5273170	6740736	8049139	9315571	21198109	23817952	23671143
Eszközök összesen	10480317	12550864	15295597	18545977	21653956	42889907	50515317	46042623
Összes saját tőke	5597260	6386013	7530273	8913881	10147894	18461714	22786954	16655252
Hosszú lejáratú beruházási hitelek	404923	616668	924478	1278004	1506649	1944449	1734602	1714222
Összes hosszú lejáratú kötelezettség	1206243	1597841	2079232	2756248	3260942	5714250	6527164	7076074
Összes rövid lejáratú kötelezettség	3472170	4313174	5298253	6316629	7356956	17437998	19215893	20134704
Összes forrás	10480317	12550864	15295597	18545977	21653956	42889907	50515317	46042623

<sup>4</sup> A bejegyzett társas vállalkozások száma ennél magasabb. Itt azon társas vállalkozások szerepelnek, amelyek mérleget készítettek és adtak be. Az adatbázist a Hétszigma Kft. bocsátotta rendelkezésünkre, amit itt szeretnék megköszönni.

<sup>5</sup> Előrebocsátjuk azt a megjegyzést, miszerint a 2000. évi mérlegekben igen nagyarányú vagyonátértékelés van. Ezért 2000-től az adatbázis abszolút számaiban torzulást, hirtelen adatugrásokat látunk. Ugyanakkor érdekes módon a belső arányváltozások, dinamikák teljesen koherensek.

Évek	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Forrásnövekedés		1,20	1,22	1,21	1,17	1,98	1,18	0,91
Összes adósság	4678413	5911015	7377485	9072877	10617898	23152248	25743057	27210778
Nettó működő tőke	797407	959996	1442483	1732510	1958615	3760111	4602059	3536439
Összes adósság/saját tőke %	83,6	92,6	98,0	101,8	104,6	125,4	113,0	163,4
Összes adósság / Összes tőke %	44,6	47,1	48,2	48,9	49,0	54,0	51,0	59,1
Hosszú lejárató kötelezettség / saját tőke %	21,6	25,0	27,6	30,9	32,1	31,0	28,6	42,5
Hosszú lejáratú kötelezettség / összes tőke %	11,5	12,7	13,6	14,9	15,1	13,3	12,9	15,4
Rövid lejáratú kötelezettség / saját tőke %	62,0	67,5	70,4	70,9	72,5	94,5	84,3	120,9
Rövid lejáratú kötelezettség / ösztőke %	33,1	34,4	34,6	34,1	34,0	40,7	38,0	43,7
Rövid lejáratú kötelezettség /hosszú lejáratú kötelezettség	2,9	2,7	2,5	2,3	2,3	3,1	2,9	2,8
Vevő/szállító %	95,4	97,3	100,4	102,6	99,2	103,5	125,9	104,8
Osztalék / adózott eredmény %	233,1	97,8	55,3	51,6	48,7	41,7	40,2	46,3
Nyereség vissza-fektetési hányad %		2,2	45,7	48,4	51,3	48,3	59,8	53,6
Adózott eredmény / saját tőke ROE % (saját tőke hozama)	0,72	2,83	8,49	9,40	9,38	7,09	7,26	9,03
Jegyzett tőke/saját tőke %	77,1	75,1	71,4	65,9	60,1	53,1	45,5	46,5
Jegyzett tőke	4316944	4797778	5378273	5873836	6103351	9803033	10360051	7739698
Összes adósság/ összes forrás %	44,6	47,1	48,2	48,9	49,0	54,0	51,0	59,1
Bevételek növekedése lánc %		26,5	27,5	25,7	13,4	20,5	17,3	6,9
ROA Adózott eredmény/összes eszköz% (profitráta)	-0,4	1,4	4,2	4,5	4,4	3,0	3,3	3,3
ROA Mód. Adózott eredmény / befektetett eszköz% (módosított profitráta)	-1,0	0,4	4,7	5,2	5,6	3,7	4,3	3,6

Az adatok a Magyarország területén működő vállalkozások 1995-2002 közti fejlődési pályáját mutatják. Igen gyors volt a teljes sokaságnál a vizsgált években a nominális nettó árbevétel és egyéb bevételek, ill. hozamok együttes növekedési üteme, valamint az összes eszközérték növekedési üteme, miközben bár növekedett, de igen alacsony volt még így is a saját tőke jövedelmezősége.

## Bevételek növekedése

1996/1995	27,4 %
1997/1996	27,8%
1998/1997	25,8 %
2000/1999	13,5 %
2001/2000	26,3 %
2002/2001	14,0 %

## Az összes eszközök növekedése

1996/1995	20,0 %
1997/1996	22,0%
1998/1997	21,0 %
2000/1999	17,0 %
2001/2000	n.a.
2002/2001	-9,0 %

Dacára annak, hogy az üzemi tevékenység eredménye és az adózott eredmény is dinamikusan nőtt, a ROE-mutató egy igen alacsony, irreális szintről is csak 9 százalékos körüli szintre növekedett, ami jóval alacsonyabb a fejlett ipari országokban működő vállalatokénál. A ROA-adat különösen érdekes pályát futott be, 1998-ig folyamatos növekedéssel egy 4,5%-os szintre jutott, majd azután egy 3,3%-os értékre esett vissza. Az osztalék/adózott eredmény, illetve a visszaforgatott eredmény/ adózott eredmény mutatók az időszak végére, 2002-re jelentős arányváltozások után 45/55 arányban stabilizálódtak.

1995-1999 között a ROA nőtt, és nőtt mind a tőkeáttétel mind az összadósság/össztőke. 2000-2003 között a ROA csökkent, és mégis tovább nőtt mind a tőkeáttétel mind a vállalati eladósodás. Tehát a saját tőke jövedelmezősége és a tőkeáttétel és az eladósodás foka között nem volt a vizsgált időszakban korreláció. Ez talán a vizsgálat legfontosabb megállapítása.

## NÉHÁNY HATÉKONYSÁGI ÖSSZEFÜGGÉS

Ha az eszközök oldaláról nézzük a hatékonyságot, a következő kép tárul elénk:

## Növekedés 2002/1995

Árbevétel, és hozamok	3,47
Összes eszköz	4,39
Befektetett eszköz	3,55
Forgóeszköz	4,54
Vevő	3,30
Készlet	2,95
Pénzeszközök	4,76

E mérlegadatokat szerint az árbevétel és a befektetett eszközök növekedése arányos volt. A forgóeszközök értéke viszont gyorsabban növekedett, mint az értékesítés. Ennek oka – az adatok alapján – egyértelműen a pénzeszközök állományának aránytalan megnövekedése. A vevő és a készlet növekedése teljesen arányos volt a forgalom növekedésével. A pénzeszközök arányának növelése valószínűleg az óvatossági megfontolások eredménye lehetett, de további magyarázatokat is szükséges lesz keresni.

Előbbi adatok dinamikáját annak fényében kell nézni, hogy a 2002/1995 közötti időszak összegezett inflációs indexe 2,4 volt. Az adatok azt igazolják, hogy a vállalatok összességének likviditási helyzete ezekben az években megerősödött. Ez főként a pénzeszközök átlagos állományának növelésén keresztül valósult meg. Ennek szükségességére utal az is, hogy a vállalkozások összesített nettó forgóeszköz értéke

(*net working capital*) növekvően *pozitívvá változott*, és folyamatosan, mind az árbevételnél, mind a mérleg főösszegeknél gyorsabban növekedett. A nettó forgóeszköz pozitivitása valószínűleg a vevő/szállító arányok javulása oldaláról is megalapozott, ui. ezek aránya a 90-es évek második felében még egy alatt volt (ez likviditási gondokat jelez), 2000 után viszont a vevő/szállító már egy fölé került.)

*Ha nem a vállalati hozamviszonyok miatt változott a tőkeszerkezet és a vállalati eladósodás a vizsgált hét év dinamikus növekedési viszonyai közt, akkor miért?* Ha az adósság szemüvegen keresztül nézzük a vállalati gazdálkodást, akkor a legátfogóbb adósság-indikátor, az összes adósság/összes tőke (vagy eszközérték) mutatója. Ez – a hét éves periódus alatt – egyenletes növekedéssel 44,6 százalékról 59,1 százalékra növekedett. Azaz a magyar gazdaságban (is) elérte a vállalati forrásszerkezet a nemzetközileg elég általános helyzetet, *a források immár 60 százaléka idegen forrás.*

Összegezve:

- jelentősen nőtt a tőkeáttétel;
- de még jelentősebben nőtt a rövid lejáratú vállalati eladósodás.

A forrásszerkezet ilyen mértékű átstrukturálódása nálunk 5-10 éves folyamat eredménye.

*Az adósság mintegy negyede hosszú lejáratú és háromnegyede rövid lejáratú.* Ez elvileg azt mutatja, hogy a növekvő szállítói megfinanszírozáson kívüli finanszírozásban a bankok is zömmel a rövid lejáratú hitelezés bővítésére voltak hajlandóak<sup>6</sup>, miközben a Nemzeti Bank szerint a vállalati hitelek durván fele rövid és másik fele hosszú lejáratú hitel. *A mi számszaki eredményeink és az MNB adatai teljesen ellentétesek.*

Gyakorlati tapasztalataink alapján hajlunk arra, hogy kétségbe vonjuk az MNB-anyag adatainak helyességét, hacsak nincs itt valami speciális magyarázat. A rövid lejáratú külső források ilyen mértékű növekedési szükséglete a tőkeszerkezetben valószínűleg a vizsgált évek magas inflációjának a kényszerű következménye. Erre lehet indirekt bizonyíték, hogy a rövid lejáratú kötelezettségek/forgóeszközök mutató stabil, a teljes időszakban 0,85, azaz *a forgóeszköz- növekményt folyamatosan 85%-ban rövid lejáratú bitelek és más rövid lejáratú források fedezhették 1995-2002 között!*

A tőkeszerkezeti átalakulások nem függetlenek a vállalati mérettől. Adatbázisunk alapján kiválasztottunk három csoportot, azon vállalatokat, amelyek éves árbevétele 0-10 MFT, amelyeké 100-500 MFT és amelyeké 10 Milliárd FT felett volt. Ezek tőke és adósságszerkezeti mutatóit ismerteti a következő táblázat.

<sup>6</sup> *A banki és szállítói finanszírozás növekedésére külön adatunk nincs, csak a rövid lejáratú kötelezettségek egészére, illetve a szállító állományra. Itt szerepet játszhat a „banki” típusú hitelpiac a maga specialitásaival.*

### HÁROM MÉRETSKÁLÁBA SOROLT VÁLLALATI KÖR TŐKE- ÉS ADÓSSÁGSZERKEZETÉNEK VÁLTOZÁSA 1995-2002 KÖZÖTT

0-10 MFT forgalom (kisvállalkozások)	1995	2002
Vállalatok száma	134660	70453
Hosszú lejáratú kötelezettségek/saját tőke	0,74	0,27
Hosszú lejáratú kötelezettségek/összes forrás	0,25	0,13
Rövid lejáratú kötelezettségek/saját tőke	1,19	0,73
Rövid lejáratú kötelezettségek/összes forrás	0,40	0,36
100-500 MFT forgalom (középvállalkozások)		
Vállalatok száma	10530	20284
Hosszú lejáratú kötelezettségek/saját tőke	0,25	5,84
Hosszú lejáratú kötelezettségek/összes forrás	0,12	0,72
Rövid lejáratú kötelezettségek/saját tőke	0,87	1,83
Rövid lejáratú kötelezettségek/összes forrás	0,33	0,23
10 Mrd forint forgalom felett (a hazai legnagyobb vállalkozások)		
Vállalatok száma	110	356
Hosszú lejáratú kötelezettségek/saját tőke	0,13	0,27
Hosszú lejáratú kötelezettségek/összes forrás	0,08	0,12
Rövid lejáratú kötelezettségek/saját tőke	0,33	0,78
Rövid lejáratú kötelezettségek/összes forrás	0,22	0,35

A mikro-vállalkozások száma a két időpont között jelentősen, közel a felére lecsökkent, a tőkeáttétel jelentősen redukálódott, sőt a teljes forrástömegben is mérséklődött a hosszú lejáratú források aránya. Láthatóan megnőtt a saját tőkefinanszírozás e csoportban, mivel a rövid lejáratú finanszírozás is csökkent, mind a saját tőkéhez, mind a teljes forrástömeghez képest. E csoport tőkeellátása tehát nem javult, sőt még romlott is. Számuk dinamikus csökkenése is jelzi e trendet (ami összefüggést valószínűsít). A középvállalati csoportban más trendek mutatkoznak. 1995-ben e vállalatok forrásainak durván fele a saját tőke, és a másik fele a hosszú és rövid lejáratú idegen forrás. A tőkeáttétel ekkor minimális volt. 2002-ben már a finanszírozásban hosszú lejáratú idegen források tették ki az eszközök 72 százalékát, 13 százalékát a saját tőke, 15 százalékot a rövid lejáratú idegen források. E vállalatoknál igen nagy mértékű eladósodás következett be, ugyanakkor *nem volt akadály a közép és hosszú lejáratú forrásokhoz való hozzájutásnak.*

A harmadik klaszterba a legnagyobb méretű vállalkozások tartoznak. Ezek száma – öröndetesen – közel megnégyszereződött. Klasszikus tőkeáttételi mutatójuk megduplázódott, de jelentősen nőtt rövid lejáratú eladósodottságuk mind a saját tőkéhez viszonyítva, mind az osztókn belül is. Ebben a vállalati méretcsoportban nincsenek tőkefinanszírozási gondok. De itt is nő az eladósodottság. A teljes adósság az összes forráson belül 30 százalékról 40 százalékra növekedett.



## Bizonytalan hipotézisek a vállalati tőkeáttétel és az eladósodás növekedésének magyarázatára:

- A tőkeáttétel vizsgált időszak növekedése tükrözi a saját tőke növekedési ütemének és forrásának elégtelenségét, amit igazolnak az elég alacsonynak ítélt ROI- és ROA-adatok;
- Ugyanakkor a vállalkozásoknak rendkívül mértékben szükségük volt és van beruházásokra, fejlesztésre, még alacsony jövedelmezőség esetén is, vagy éppen annak javítására (termék-megújítás, új telephely, új technológia, racionális szervezés stb. okán);
- A vállalkozások forgóeszköz-igényessége igen gyorsan növekedett. Ebből 2,5-szeres mértéket képviselt a 2002/1995 közötti infláció, és 1,3-szeres reálnövekedést a tényleges gazdasági növekedés többlet forgóeszköz-igénye;
- Ezt a forgóeszköz-igény-növekedést a hazai pénzpiac végül is finanszírozta, ami viszont elvezetett a rövid lejáratú vállalati eladósodás hosszú lejáratúnál gyorsabb növekedéséhez. Így a forgóeszközök finanszírozásához szükséges forrásigényt a magyar kereskedelmi bankrendszer megfelelően kielégítette;<sup>7</sup>
- A vállalati beruházások folyamatában nagyobb forgóeszköz-fejlesztés valósult meg, mint befektetett eszközfejlesztés. A befektetett eszközök/összes eszközök arány az 1997-es 53 százalékról 2002 végére, 43 százalékra csökkent;
- A vállalkozások növekvő banki megfinanszírozása a hitelkamatok csökkenésével párosult, sőt, *a kamatsökkentés nyilvánvalóan ösztönözte a hitelfelvételeket. Miközben a ROA mégiscsak emelkedett. Ez együtt talán megmagyarázza az asszimetriát a saját tőke lassúbb és a külső forrás igénybevétel gyorsabb növekedése között;*
- Tényszámok igazolják, hogy a mikro-vállalkozások hitelezésében a bankok szerepvállalása csökkent, ami azt jelzi, hogy a hitelkeresleti versenyben a mikro-vállalkozások egyre kevésbé voltak partiképek;
- Érdekes, hogy a rövid lejáratú vállalati eladósodás annak ellenére gyorsabban növekedett, mint a saját tőke igénybevétele, hogy *a vizsgált hét évben nőtt a saját tőke visszafektetési hányadosa. Az adott eredmény újra visszafektetési hányada 45%-ról 55%-ra növekedett 2002/1995 között;*
- *A fentiek egy asszimmetrikus forrásellátással megvalósuló vállalati növekedés elvét látszanak igazolni.*
- Így nem igazolódott, hogy a saját tőke jövedelmezőségének negatívan kell korrelálnia a tőkeáttétellel. Magyarországon a vizsgált időszakban ennek az ellenkezője történt;
- A tőkeáttétel *az elméletben* a magasabb befektetett eszköz arányokkal dolgozó vállalatoknál nő gyorsabban. Magyarországon e jelenlegi vizsgálat alapján *a közepes méretű vállalkozások tőkeáttétele nőtt a leggyorsabban*, ennél kevésbé a legnagyobbaké, a mikro-vállalkozásoké pedig még csökkent is;<sup>8</sup>
- A tőkeáttétel dinamikus növekedése úgy ment végbe, hogy közben *a ROE elért 9 százalékos szintje tartósan alacsonyabb volt a hitelkamatoknál*, noha a tulajdonosi kockázat nem kisebb, hanem nagyobb volt a hitelkockázatoknál. Ez fejlettebb piacgazdaságokban fordítva van. Ilyen tőkeáttétel növekedési viszonyokra talán csak valamilyen új, *a tőkeszegény viszonyokra megfogalmazott pénz és tőkepiaci elmélet adhat magyarázatot;*

<sup>7</sup> Sajnos nincs ütköző adatunk arról, miként alakult a magyar kereskedelmi bankrendszer, illetve a pénzügyi szféra rövid és hosszú távú kibehelyezése e szférába.

<sup>8</sup> Nem látjuk igazoltnak ezen a mintán azt, amit többen vallanak, miszerint a tangibilitás és a tőkeáttétel negatívan korrelált volna.

- Egyértelmű, hogy a saját tőke növekvő megtérülése dacára az osztalékigények levonása után megmaradó saját tőke bővítését szolgáló saját vállalati többletforrások messze nem kielégítők a növekedési lehetőségek (meg az infláció) megfinanszírozására. A vállalatok többsége a növekedéshez továbbra is külső forrásokra szorul;
- Miközben a ROE kedvezően alakult, a ROA (az összes eszközök megtérülése) a vizsgált 7 éves időszakra csupán 3-4,5 százalék között mozgott, miközben tudjuk, hogy az eszközöket 2000-ig könyv szerinti értéken tartották nyilván, és tényleges beszerzési árakon az előbbi 3-4,5%-os számokkal szemben a ROA aligha adhatott reálértékben 1-2 százalékosnál nagyobb belső növekedési ütemre fedezetet. Így az eladósodás növekedésével egyidejűleg *a profitabilitás alacsony*; mivel alig fedezi a növekedés tőkeigényét, az eladósodás folyamata *circulus vitiosus* lehet;
- *Lehet, hogy a ROE növekedése – karöltve a növekvő tőkeáttétellel – mégiscsak növekvő vállalkozási kockázatot fejez ki?* Lehet, hogy valahol a Modigliani-Miller tétel ilyen nem tökéletes versenypiaci működés mellett is hordoz magában igazságtartalmakat? Ha igen, akkor lehet, hogy a növekvő tőkeáttétellel a vállalati adósságállományok kockázata növekedett?
- Mérsékelt belső növekedési potenciáljuk miatt a hazai vállalkozások tőkeszerkezeti döntései nagyon is körülhatároltak. Kényszerűen *elsősorban* bankhitelre alapozódnak, másodsorban saját forrásokra (előző évek felhalmozott nyereségére), s csak harmadsorban új tulajdonosi forrás bevonására. *Ez mintegy fordított Pecking Order elmélet a gyakorlatban*;
- Bár ismert, hogy a Magyarországon működő leányvállalatok jelentős részét az anyavállalat (is) finanszírozza, ennek hatása ebből az adatbázisból nem mérhető le;
- A saját tőke megtérülését jelentősen meghaladó kamatszintek folyamatosan drágították és drágítják a vállalati tőkeköltséget (a WACC-t). Ezt a negatív hatást csak igen szerény mértékben ellensúlyozták a kamatköltségek révén elért adómegetakarítások (a tiszta saját tőkéből történő finanszírozással szemben). Ezek abból adódtak, hogy Magyarországon a társasági adó alacsony;
- Van egy olyan hipotézisünk, hogy a készletek illetve a vevő nem likvid részét a mérlegek elpalástolják<sup>9</sup>, s így nem kisszámú vállalkozás nettó forgótőkéje valójában nem pozitív, hanem negatív. Ezért az ilyen vállalkozások a folyamatosan fellépő valós többlet forgóeszköz szükségleten felül *a mérlegben elpalástolt nettó forgóeszköz-biányt is finanszíroztatni kénytelenek*;
- A bankok gazdálkodási, magatartási, hitelezési tevékenységének, feltételeinek ismerete hiányában úgy véljük, a tőkeáttétel növekedésének okait nem lehet kielégítően megmagyarázni. Külön vizsgálat lenne szükséges a növekvő vállalati eladósodás és növekvő tőkeáttétel banki oldalával kapcsolatban;
- A tőkeáttétel általános növekedése dacára jelentős vállalati csoportokban megoldatlan maradt a beruházás-finanszírozás. A mikro- és kisvállalatok tőkeellátása valójában továbbra is nyitott probléma. Állami, és uniós támogatásuk módszerei a következő években is a gazdaságpolitika állandó témái lesznek;
- A tőkeáttétel növekedésében bizonyára szerepe van a hazai vállalati gazdálkodási és finanszírozási kultúra hagyományainak is (Chui et al. 2002), amelyek erős igényeket tartalmaznak a banki finanszírozás iránt.

---

<sup>9</sup> Ezek leírása csak az eredmény rovására lehetséges, ami veszteségokozó, de veszteséges mérleggel nem lehet banki hitelbővítést kérni. Ez sok vállalkozás életében egy érdekes *circulus vitiosus*.

\* \* \*

Nem valószínű, hogy egy nagyon egyszerű modellel le lehet írni a hazai vállalati eladósodás és a növekvő tőkeáttétel igen gyors ütemű növekedésének okait. Feltehető, hogy a vállalatokat tovább kell tipizálni, és finanszírozási szituációs forgatókönyvekre kell modelleket megfogalmazni.

Nemzetközi trend a vállalatok tőkeáttételének növekedése. A Magyarországon működő vállalatok összegezett 1995-2002 közötti mérleg- és eredménykimutatási adatainak vizsgálata azt mutatja, hogy ez a trend érvényesül Magyarországon is. A vállalatok tőke áttétele a vizsgált időszakban igen nagymértékben növekedett, és a külső finanszírozás jelentősége meghatározóvá vált a vállalati növekedés tőkefeltételeinek biztosításában.

A vállalati rövid és hosszú távú eladósodás, a tőkeáttétel nagy mértékű növekedésének megokolására további statisztikai és ökonometriai vizsgálatok szükségesek. Reméljük, e vizsgálatokat segíthetik a cikkben tett megállapítások, hipotézisek.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

Apatini Kornélné (1999): Kis- és középvállalatok finanszírozása. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 1999.

Ábel István – Öcsi Béla (1999): Finanszírozási szerkezet és tulajdonforma. Közgazdasági Szemle, 1999, 10. szám, 888-904.

Alekszandr Devic – Bojan Krstic, (2001): Comparative Analysis of the Capital Structure Determinants in Polish and Hungarian Enterprises – Empirical Study, Facta Universitatis. Series Economics and Organisation Vol. 1 No 9, 2001, pp. 85-100.

Brealey, R.A. – Myers S.C. (1988): Principles of Corporate Finance. McGraw-Hill, 6 th Edition 1988.

Csubák Tibor Krisztián (2003): Kis- és középvállalatok finanszírozása Magyarországon. Ph.D Disszertáció, Budapest, 2003.

Chui, C.W. – Lloyd, A. E.–Kwok, C.Y. (2002): The Determination of Capital Structure: A Missing Piece to the Puzzle. Journal of International Business Studies. First Quarter 2002, 99-127.

Ehradt, M.C. – Daves. R.D. (2001): Corporate Valuation. The Combined Impact of Growth and the Tax Shield of Debt On the Cost of Capital and Systematic Risk. Journal of Applied Finance, Fall/Winter 2001.

Fama, F.F. (1978): The Effects of a Firm's Investment and Financing Decision. American Economic Review, 68:272-284, June 1978.

Miller, M.H. (1977): Debt and Taxes. Journal of Finance, 32:261-276 May 1977.

Modigliani, F.– Miller, M.H. (1958): The Cost of Capital. Corporation Finance and the Theory of Investments. American Economic Review, 48:261-297, June 1958.

Nivorzhkin, E. (2002): Capital Structures in Emerging Stock Markets: The Case of Hungary. The Developing Economies, 2002, XL-2, June, 166-187.

Ross Levine (2002): Bank Based Or Market-based Financial System. Which is better? Journal of Financial Intermediation, No. 11.

## FÜGGELÉK

Gazdálkodási forma	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Jogi személyiségű gazdasági társaság	147 388	162 588	165 307	171 495	177 424	186 744
Ebből:						
Korlátolt Felelősségű Társaság	143 109	154 990	160 647	167 033	172 919	182 242
Részvénytársaság	3 929	4 251	4 350	4 372	4 423	4 425
Szövetkezet	8 330	8 230	8 191	7 516	7 074	6 768
Egyéb jogi személyiségű vállalkozás	2 289	2 813	3 432	3 918	4 306	4 617
Átalakulásra kötelezett gazdasági Szervezet	655	619	506	411	341	298
<b>Jogi személyiségű társas vállalkozás</b>	<b>158 662</b>	<b>174 250</b>	<b>177 436</b>	<b>183 340</b>	<b>189 145</b>	<b>198 427</b>
Jogi személyiség nélküli gazdasági társaság	144 552	166 863	175 979	196 009	207 365	216 567
Ebből:						
közkereseti társaság	4 509	5 006	5 217	7 873	8 213	8 113
betéti társaság	140 043	161 857	170 762	188 136	199 152	208 454
Jogi személyiség nélküli egyéb vállalkozás	24 269	26 182	26 998	27 255	27 427	26 675
Megszűnő gazdálkodási forma	11 091	10 646	8 858	4 917	2 897	2 039
<b>Jogi személyiség nélküli társas vállalkozás</b>	<b>179 912</b>	<b>203 691</b>	<b>211 835</b>	<b>228 181</b>	<b>237 689</b>	<b>245 281</b>
Társas vállalkozás összesen:	338 574	377 941	389 271	411 521	426 834	443 708
Egyéni vállalkozás:	659 690	648 701	660 139	682 925	698 001	708 513
<b>Vállalkozás összesen:</b>	<b>998264</b>	<b>1026642</b>	<b>1049410</b>	<b>1094446</b>	<b>1124835</b>	<b>1152221</b>
Költségvetési és társadalombiztosítási szervezet	14 633	14 957	15 300	15 436	15 615	15 401
Non-profit szervezet	54 418	58 866	61 907	65 335	67 153	69 074
MRP-szervezet	300	292	272	263	228	194
<b>Összesen:</b>	<b>1067615</b>	<b>1100757</b>	<b>1126889</b>	<b>1175480</b>	<b>1207831</b>	<b>1236890</b>