

**Szent István Egyetem**  
**Gazdaság- és Regionális Tudományi Doktori Iskola**



Doktori (PhD) értekezés tézisei

*A hazai vállalkozások tőkehelyzetében és  
tőkeszerkezetében bekövetkezett változások és  
azok hatásainak elemzése*

**Gyurcsik Petronella**

**Gödöllő**  
**2020**

A doktori iskola megnevezése: Gazdaság- és Regionális Tudományi  
Doktori Iskola

A doktori iskola tudományága: Gazdálkodás- és szervezéstudományok

A doktori iskola vezetője: **Dr. habil. Popp József DSc.**  
egyetemi tanár, az MTA doktora  
Szent István Egyetem  
Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar

Témavezető: **Dr. Pataki László Zsolt PhD**  
egyetemi docens  
Szent István Egyetem  
Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar  
Pénzügy, Számvitel és Controlling Intézet

---

Az iskolavezető  
jóváhagyása

---

A témavezető  
jóváhagyása

## TARTALOMJEGYZÉK

<b>1. Bevezetés</b> .....	<b>1</b>
1.1. Témafelvetés.....	1
1.2. Célkitűzések .....	3
1.3. Hipotézisek .....	5
<b>2. Anyag és módszer</b> .....	<b>7</b>
2.1. Az elemzések tárgyát képező adatok forrásai, az adatbázis felépítése .	7
2.2. Az elemzések módszereinek leírása.....	10
<b>3. Új tudományos eredmények</b> .....	<b>16</b>
<b>4. Következtetések, javaslatok és további kutatási irányok</b> .....	<b>18</b>
<b>5. Összefoglalás</b> .....	<b>21</b>
<b>Irodalomjegyzék</b> .....	<b>24</b>
<b>Az értekezés témaköréhez kapcsolódó tudományos publikációk</b> .....	<b>25</b>

# 1. Bevezetés

## 1.1. Témafelvetés

A szűkösen rendelkezésre álló erőforrások közötti választások és döntések tudományaként ismert közgazdaságtan részét képező vállalati pénzügyekkel, azon belül a különböző vállalati szektorok tőkeszerkezetének vizsgálatával, valamint a jövedelmezőségre gyakorolt hatásával foglalkozik jelen értekezés.

A választások és a döntések a vállalati pénzügyek területén lényegében két, tágan megfogalmazott kérdés megválaszolásának formájában vannak jelen. Egyrészt a vállalkozások pénzügyi menedzsmentjének döntenie kell arról, hogy milyen beruházásokat valósítson meg a vállalkozás, majd a különböző finanszírozási lehetőségek közül ki kell választania a vállalkozás számára legkedvezőbb finanszírozási megoldásokat, döntenie kell azok mértékéről, struktúrájáról (Brealey- Myers, 2011).

Míg a beruházásokat érintő kérdéseknél különféle megtérülési mutatók segítik a döntéshozókat, addig a finanszírozási alternatívák közötti választásnak számos tényező figyelembevételével kell(ene) történnie.

A pénzügyi kultúra fejlődésével és a globalizáció térnyerésével párhuzamosan szélesedett a választható források palettája, amely a döntések során figyelembe veendő körülmények változását és számának növekedését is eredményezte. Így ezeknek a tényezőknek, körülményeknek a vizsgálata mindenkori aktualitással bír, a hazai és a nemzetközi tudományos kutatások gyakori témájává vált, amelyek a források összetételét determináló tényezőket a befolyásolás iránya alapján két csoportba sorolják. A szervezetben keletkezett, azon belül megjelenő komponenseket endogén, a kívülről eredő determinánsokat pedig exogén tényezőknek nevezzük, de a szakirodalmakban gyakran találkozhatunk az endogén helyett a mikro vagy vállalatspecifikus és exogén helyett a makro vagy országspecifikus kifejezésekkel is, így a továbbiakban, szinonimaként használok ezeket a kifejezéseket.

Az empirikus kutatásom megalapozásaként, disszertációmban összefoglaltam a vállalkozás szintjén interpretálható endogén tényezők hatásait vizsgáló empirikus kutatások eredményeit, vagyis azt, hogy a vállalat mérete, életciklusa, vagyoni, pénzügyi, jövedelmi helyzete, növekedési kilátásai,

eszközeinek jellege és üzleti kockázata hogyan befolyásolja a vállalkozás tőkeszerkezetének alakulását. Bemutattam a gazdasági, pénzügyi környezet befolyásoló hatását, vagyis a vállalaton kívülről érkező, exogén tényezőket is, úgymint a kamatszintek, a tőkepiac, a bankrendszer (a bankszektor tevékenysége), az adórendszer és a jogrendszer tőkeszerkezeti döntésekre gyakorolt hatásait.

Ezen kívül ismertettem valamennyi tőkeszerkezet elmélet legfontosabb megállapítását, amelyek alapvetően arra keresik a választ, hogy létezik-e a saját és idegen forrásoknak olyan optimális aránya, amely hozzájárul a vállalat értékének maximalizálásához, milyen szempontok figyelembevételével hozható meg az optimális döntés, a források igénybevételének mi a helyes sorrendje. A vállalkozások jövedelmezősége szempontjából történő optimalizálás kérdése is a közgazdasági gondolkodás látókörébe került, ámbar a téma hazai empirikus kutatása – a többi tőkeszerkezeti vizsgálatokhoz képest – kevesebb figyelmet kapott.

Tehát a tőkeszerkezettel foglalkozó kutatásokat két nagy részre bonthatjuk. Egyrészt a tőkeszerkezetre ható tényezőket és a döntés során figyelembe veendő kritériumokat vizsgáló, ide sorolva a források sorrendjére irányuló, úgynevezett „hierarchia” elméletet is, másrészt a meghatározott vagy kialakult tőkeszerkezet által determinált teljesítmény és piaci érték összefüggéseivel foglalkozó kutatásokat különböztethetjük meg.

A téma korábban kifejtett mindenkori aktualitása mellett kiemelten időszerűnek tekinthető a globális koronavírus-járvány okozta negatív gazdasági hatások enyhítéséhez kapcsolódó monetáris politikai intézkedések kapcsán. Ahogy Bodnár és szerzőtársai (2014) is fogalmaztak, a válságból való hitelezés nélküli kilábalás során a gazdasági növekedés üteme alacsonyabb, mint a hitelezés növekedése melletti epizódokban. Ezzel konszonanciában a Magyar Nemzeti Bank elindította a Növekedési Hitelprogram keretében az NHP Hajrá! programját. Mindezek alapján a vállalkozások finanszírozásával, az optimális (maximális) hitelarány meghatározásával foglalkozó kutatás aktualitása nem kérdéses, újszerűsége pedig egyrészt a tőkeszerkezet meghatározó tényezőinek magyarázó erejét vizsgáló, az egyes tényezők egymással való összehasonlítására is alkalmas modell felállításában, másrészt a tőkeszerkezet

és a jövedelmezőség, eredményesség közötti kapcsolat több aspektusból történő elemzésében rejlik.

Az eddigi hasonló kutatások jelentős hányada csupán a kis- és középvállalkozásokra (a továbbiakban kkv; kkv szektor), illetve egy-egy tevékenységi körre, jellemzően az agrárvállalkozásokra, illetve a feldolgozóiparra fókuszáltak. Értekezésemben a korábbi gyakorlattól eltérően a nagyvállalatok is részét képezik elemzéseimnek, illetve egy konkrét ágazat vizsgálata helyett valamennyi ágazat összehasonlítását vettem górcső alá. Ezen kívül – figyelemmel hazánk területi egyenlőtlenségeire – Magyarország régióinak vonatkozásában is vizsgálom a vállalkozások tőkeszerkezetének alakulását. Ezen megközelítések révén disszertációm további új eredményekkel gazdagíthatja a tőkeszerkezettel foglalkozó szakirodalmat.

## **1.2. Célkitűzések**

Empirikus kutatásom célja egyrészt, hogy megvizsgáljam a szakirodalmakból megismert tőkeszerkezetet meghatározó tényezők milyen mértékben magyarázzák az eladósodottságot, mekkora hatással vannak alakulására, másrészt pedig arra kerestem a választ, hogy az adott pénzügyi tőkeáttétel<sup>1</sup> mellett mekkora saját tőke arányos jövedelmezőséget érnek el a különböző ismérvek szerint csoportosított vállalkozások, vagyis azt, hogy a tőkeszerkezet alakulása hogyan befolyásolja a saját tőke jövedelmezőségét. Ezzel lényegében szintén a szakirodalmi áttekintés részeként megismert tőkeszerkezet elméletek közül a választásos tőkeszerkezet elmélet (trade-off theory) érvényesülését teszteltem különböző vállalatcsoportokon, mindemellett megkísértem a nyereségesség szempontjából optimális tőkeáttételi, illetve eladósodottsági szint meghatározását.

Véleményem szerint, heterogén csoportok összehasonlító elemzésével olyan látens tényezők és összefüggések is feltárhatók, amelyek közelebb visznek kutatásom fő irányvonalához, vagyis a jövedelmezőség, nyereségesség szempontjából optimális tőkeszerkezet definiálásához. Ennek fényében, elemzéseimet a teljes hazai vállalati szektor, illetve sok esetben az eltérő finanszírozási igényű vállalkozások, vagyis a méret, tevékenységi kör, továbbá

---

<sup>1</sup> Az értekezés további részében a tőkeáttétel és az áttétel kifejezések alatt is a pénzügyi tőkeáttétel mögötti tartalmat értem.

területi elhelyezkedés szerint megkülönböztetett vállalatcsoportok, valamint a klaszteranalízis módszerével meghatározott vállalati klaszterek vonatkozásában végeztem.

A fentiek alapján kutatásom céljait a következők szerint fogalmaztam meg:

**C1:** A hazai és a nemzetközi szakirodalom kritikai feldolgozása keretében a tőkeszerkezeti elméletek, a tőkeszerkezet befolyásoló tényezőinek és a tőkeszerkezet jövedelmezőségre gyakorolt hatásának **megismerése**, illetve más szerzők hasonló kutatásainak **összefoglalása, rendszerezése, empirikus kutatásom hipotéziseinek elméleti, szakmai alátámasztása.**

**C2:** A Nemzeti Adó- és Vámhivatal által rendelkezésemre bocsátott, a társasági adó hatálya alá tartozó, kettős könyvvitelt vezető vállalkozások aggregált adatainak felhasználásával, továbbá a Magyar Nemzeti Bank adatbázisaiból nyert információk és a vonatkozó adójogszabályok kronologikus változásainak elemzése révén a **hazai vállalkozások tőkeszerkezetének és jövedelmezőségének**, valamint **tőkehelyzetének, vagyis a gazdasági környezet**, különösen a hitelkínálat és az adórendszer változásainak **bemutatása.**

**C3:** A tőkeszerkezet meghatározó tényezői alapján egy olyan **modell felállítása**, amely az **egyes tényezők befolyásoló erejének összehasonlítása** mellett az eladósodottság alakulását magyarázza.

**C4:** A **tőkeszerkezet és a jövedelmezőség összefüggéseinek többrétű elemzése.**

**C5:** A nyereségesség szempontjából **optimális tőkeáttétel, illetve adósságállomány meghatározása.**

Végül kutatásom alapvető célja, hogy a fentiekben ismertetett kutatási kérdésekre adott válaszok széles körben történő publikálásán keresztül hozzájáruljon a tőkeellátás, valamint a finanszírozás hatékonyságának javításához.

### 1.3. Hipotézisek

A szakirodalom feldolgozása során megismert elméleti összefüggések, korábbi kutatásaim, illetve más szerzők által publikált eredmények figyelembevételével, és nem utolsósorban disszertációm célkitűzéseivel összhangban az alábbiak szerint fogalmaztam meg hipotéziseimet.

A tőkeszerkezet meghatározó tényezőivel foglalkozó kutatások tanulmányozása során több olyan determinánssal találkozhatunk, amelyek statisztikailag igazoltan hatással vannak a vállalati tőkeszerkezetre, azonban a tényezők magyarázó erejének vizsgálatára, az egymással való összehasonlítására – tudomásom szerint – hazai kutatás még nem történt. Ennek vizsgálatához kapcsolódó hipotéziseim – a nemzetközi szakirodalmakból megismert eredményekre támaszkodva – a következők:

***H1: A hazai és nemzetközi szakirodalmakból ismert endogén és exogén befolyásoló tényezők nem egyforma mértékben magyarázzák az eladósodottságot, azon belül néhány kiemelt tényező szerepe meghatározó.***

***H2: A nemzetközi tapasztalatokhoz hasonlóan, a hazai vállalkozások tekintetében is érvényesül, hogy az exogén tényezőkkel szemben az endogén, közvetlen hatást gyakorló tényezők magyarázzák jobban az eladósodottságot.***

A tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti kapcsolat többszempontú vizsgálatának alapja a vállalkozások méretének és tevékenységi körének, illetve a tőkeszerkezetre vonatkozó kutatások során egy kevésbé megszokott megkülönböztetés, a területi elhelyezkedésnek ily módon történő differenciáló hatásának feltételezése. Ennek tükrében azt feltételeztem, hogy:

***H3: A méret, tevékenység és területi elhelyezkedés alapján létrehozott vállalatcsoportok tőkestruktúrájában szignifikáns különbségeket figyelhetünk meg, ahogy a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti kapcsolat erőssége is függ a vállalkozás méretétől, tevékenységi körétől és területi elhelyezkedésétől.***

A két tényező, vagyis a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti kapcsolat tekintetében további hipotézisem:



***H4: pénzügyi tőkeáttétel növekedésével párhuzamosan a saját tőke arányos nyereség (ROE) mutató értékének szórása megnő (az üzleti kockázat és a pénzügyi tőkeáttételből adódó pénzügyi kockázat növekedése miatt).***

Az előbbieken ismertetett ismérvek szerinti kategorizálás mellett statisztikai módszerrel, klaszteranalízissel is csoportosítottam a mintában lévő vállalkozásokat, a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti kapcsolat erősségét befolyásoló – látens – tényezők feltárása érdekében. E körben az alábbi hipotézist teszteltem:

***H5: A vállalkozások teljesítményét és tőkeszerkezetét tükröző mutatószámok alapján homogén vállalati klaszterek hozhatók létre, és ezeken a klasztereken belül a tőkeszerkezet és jövedelmezőség közötti kapcsolat erőssége, illetve iránya eltérő.***

Az elmúlt néhány évben jelentős átrendeződéseket figyelhettünk meg a vállalkozások finanszírozási térképén, amely jellemzően a külső (banki) források volumenében bekövetkezett fordulatokra vezethető vissza, ennek okán külön kitértem a banki finanszírozás jövedelmezőségre gyakorolt hatásainak vizsgálatára is és azt feltételeztem, hogy:

***H6: A banki finanszírozásnak leginkább kitétt és a tőkeerős vállalkozások saját tőke arányos jövedelmezősége (ROE) jelentősen eltér, amely eltérés tevékenységi körönként különböző.***

Miután több oldalról megvizsgáltam – illetve igazoltam – a tőkeszerkezet és a vállalkozás eredményessége (jövedelmezősége) közötti összefüggéseket, azt a hipotézist fogalmaztam meg, hogy:

***H7: Létezik egy olyan tőkeáttételi pont, illetve eladósodottsági szint, amely felett nagy valószínűséggel a vállalkozások veszteségessége állapítható meg. Ez a tőkeáttételi pont, valamint eladósodottsági szint ágazatonként és méretkategóriánként különböző.***

## 2. Anyag és módszer

Disszertációm elkészítésekor a szekunder, valamint primer kutatási technikákra és kvantitatív módszerek alkalmazására támaszkodom. Ebben a fejezetben ezek részletes ismertetésével foglalkoztam.

### 2.1. Az elemzések tárgyát képező adatok forrásai, az adatbázis felépítése

Az összesített adatok, vagyis a tendenciák vizsgálatát a **Központi Statisztikai Hivatal** (a továbbiakban: KSH), a **Magyar Nemzeti Bank**, illetve valamennyi külföldi ország központi bankjának honlapján nyilvánosan elérhető, valamint a **Nemzeti Adó- és Vámhivatal** által rendelkezésemre bocsátott összesített (az összes társasági adóalanyra kiterjedő) adatok alapján végeztem.

Az összefüggésvizsgálatok alapjául szolgáló adatbázis, vagyis az éves beszámolók információtartalmával megegyező egyedi adatok a Creditreform cégadatbázisból álltak rendelkezésemre, azon belül a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti kapcsolat elemzése során a társasági adó hatálya alá tartozó, kettős könyvvitelt vezető vállalkozások mérleg és eredménykimutatás adataira támaszkodtam, ismerve az adott cég területi elhelyezkedését, tevékenységi körét, gazdálkodási formáját és méretkategóriáját.

Időbeliségét tekintve a rendelkezésemre álló egyedi adatok csupán a 2018-as évet fedik le, de álláspontom szerint az ismérvek közötti összefüggésekhez kapcsolódó hipotéziseim keresztmetszeti adatokon is tesztelhetők. Az aggregált adatok idősorainak vizsgálatánál megfigyelt tendenciák – amelyek szerint az elmúlt néhány évben számottevő változás nem történt a vállalkozások tőkeszerkezetét illetve jövedelmezőségét illetően – sem indokolják az összefüggésvizsgálatoknak a közelmúltra vonatkozó idősoros elemzését.

Megállapítottam, hogy a társasági adó alanyainak valamennyi ismérv szerinti együttes megoszlása erősen követi a teljes alapsokaságon belüli arányokat, vagyis a kkv körbe tartozó vállalkozások teszik ki az összes vállalkozás több mint 95 %-át, azon belül is nagyon magas (kb. 90%) a mikro vállalkozások aránya. Mindez az ágazati összetételről is elmondható, amely a teljes vállalati szektorban tapasztalható arányokkal konvergál.

A teljes adóalanyi kört a következő lehatárolások szerint szűkítettem:

- Magyarországi székhely.
- Profitorientált gazdasági társaságok (azon belül is korlátolt felelősségű társaságok és részvénytársaságok), valamint agrárgazdasági szövetkezetek.

Tehát elemzésem nem terjedt ki egyebek mellett a nonprofit szervezetekre, alapítványokra, közalapítványokra, egyesületekre és az egyéni cégekre.

A fenti lehatárolásokat követően a rendelkezésemre álló adatbázisból töröltem a hiányzó értékeket tartalmazó vállalkozásokat. Ezt követően megvizsgáltam a mintát a vizsgálatba bevont mutatók kiugró értékeinek szempontjából. Megfigyeltem, hogy a tőkeáttétel mutató extrém kiugró értékeket mutat, amire a rendkívül magas értékű terjedelem és vele szemben a nagyságrendileg kisebb interkvartilis terjedelem ( $min = -23.075,5$ ;  $max = 60.030,11$ ; terjedelem:  $R = 83.105,61$ ,  $IQR = 1,063$ ) is utal, így a minta torzítatlanságának biztosítása érdekében szükségesnek ítéltam az extrém outlierok eltávolítását. A statisztikában szokásos eljárás a csonkolás – miszerint 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) – ebben az esetben nem bizonyult megfelelőnek, mivel ez jelentős adatvesztést okozott volna (a minta 20,62%-a kiesett volna). Ezért az outlier-kijelölés küszöbértékét 10-ben határoztam meg, amely alapján a teljes mintából ( $n = 273\ 739$ ) az egyedek 5,45%-a került ki, mint outlier ( $n_{outlier} = 14\ 908$ ), így a vizsgált minta elemszáma  $n = 258\ 831$ . Megjegyzendő, hogy még így is egy rendkívül csúcsos eloszlást kaptam.

Valamennyi elemzésemnél alkalmazott méret, lokalizáció és tevékenységi kör szerinti csoportosítást az alábbiak szerint végeztem:

- **Méret szerinti** csoportosítás: a vállalkozások méret szerinti csoportosítását alapvetően két módon végeztem. Egyrészt *a kis- és középvállalkozásokról, fejlődésük támogatásáról szóló 2004. évi XXXIV. törvény (kkv törvény) alapján 4 csoportot különböztettem meg*, a mikro-, kis- és középvállalkozásokat, valamint az ezekben a kategóriákba nem sorolható, jellemzően nagyvállalatokat. A

„jellemzően” kifejezés használatát indokolja, hogy ebbe a csoportba tartoznak azok a vállalkozások is, amelyek a foglalkoztatottjainak száma és árbevétele vagy mérlegfőösszegük alapján megfelelnek a kkv besorolás kritériumainak, de az állam vagy az önkormányzat közvetlen vagy közvetett tulajdonosi részesedése – tőke vagy szavazati jog alapján – külön-külön vagy együttesen meghaladja a 25 százalékot.

Másrészt korábbi kutatásaim és a szakirodalmi feldolgozás során szerzett tapasztalataim figyelembe vételével, az összefüggés vizsgálatoknál az előbbi csoportok mellett a **vállalkozás vagyona (mérlegfőösszege)** alapján képzett decilisek, esetenként **az árbevétel nagysága alapján** határoztam meg a vállalkozások méretét.

- **Lokalizáció szerinti** kategorizálás: A vállalkozások tőkeszerkezetének sajátosságait területi elhelyezkedésük alapján is vizsgáltam. A NAV által szolgáltatott (összesített) adatok igazgatósági (megyei) bontásban álltak rendelkezésemre, így a nagyrészt magas adóteljesítményük, ebből kifolyólag egyéb pénzügyi mutatóik miatt is „speciális”, a Kiemelt Adó- és Vámigazgatóság (a továbbiakban: KAVIG) hatás, - és illetékességi körébe tartozó adóalanyok egy csoportba tömörültek. Az ebből adódó – előzetes számításaimmal alátámasztott – torzító hatás elkerülése érdekében a régiók (Dél-Dunántúl, Dél-Alföld, Közép-Dunántúl, Észak-Magyarország, Észak-Alföld, Nyugat-Dunántúl és Közép-Magyarország) összehasonlításakor nem vettem figyelembe a KAVIG hatás- és illetékességi körébe tartozó vállalkozásokat, az összesített, országos adatok erre a körre is kiterjedtek, illetve esetenként külön egységként kezeltem ezt a vállalkozói kört.
- **Tevékenységi kör** szerinti rendszerezés: a dolgozat alap gondolatához igazodva, vagyis a különböző ágazatok tőkeszerkezetének és jövedelmezőségének összehasonlítása, a közöttük lévő hasonlóságok és különbségek feltárása érdekében elemzéseimet TEÁOR főcsoportok szerinti bontásban végeztem, esetenként azok összevonásával a mezőgazdaság, ipar és a szolgáltató szektor szerinti megkülönböztetést alkalmaztam.

## 2.2. Az elemzések módszereinek leírása

Az adatbázis összetételének ismertetésére a **megoszlási viszonzyszámokat** alkalmaztam, az eredmények szemléltetéséhez **diagramokat, táblázatokat** használtam.

Kutatásom alapvető célja, hogy a vizsgált minta alapján következtetéseket vonjak le az alapsokaságra vonatkozóan, amelyet a továbbiakban ismertetett **matematikai statisztika** módszerek tesznek lehetővé.

Az **1. és az 2. hipotézis**, vagyis a tőkeszerkezetet befolyásoló tényezők hatásainak vizsgálatához **útmodellt** alkalmaztam, amely egymásra épülő regressziós modellek sorozata. A modell ok-okozati összefüggéseket tartalmaz, a benne szereplő változókat nyilak kötik össze, jelezve a kapcsolat irányát. A független és függő változók közötti Pearson-féle nulladrendű lineáris korrelációt bontja két additív részre. Az egyik rész az a hatás, amelyet a független változó közvetlenül fejt ki a végső függő változóra, a másik rész pedig az a hatás, melyet a független változó más, közbülső változókon keresztül gyakorol erre a változóra. Ehhez fel kellett építeni a regressziós kapcsolatokat, ki kellett számítani az utak erősségét, illetve szignifikanciáját, vagyis regressziószámítások strukturált sorozatát kellett elvégezni (Füstös et al., 2007; Székelyi- Barna, 2004).

Az elemzés első lépéseként feltáró jelleggel meghatároztam a vizsgált változók korrelációs együtthatójának ( $r$ ) értékét a kapcsolat erősségének és irányának megállapítása érdekében.

A korrelációs számítás eredményei alapvetően 3 félek lehetnek: előfordulhat, hogy nincs kapcsolat a két változó között, illetve sztochasztikus (valószínűségi) és determinisztikus (függvényyszerű) összefüggéseket mutathatunk ki. Míg az első, valószínűségi kapcsolatnál az egyik változó értékének ismeretében következtethetünk a másik változó értékének valószínű alakulására, addig az utóbbi esetben az egyik változó értékének ismeretében egyértelműen meghatározhatjuk a másik változó értékét (Szűcs (Szerk.), 2004).

Az egyes modellek illeszkedését  $F$ -próbával teszteltem. Ez akkor fogadható el, ha a teszt szignifikanciaszintje kisebb, mint 0,05. Majd a modell magyarázóerejére utaló  $R^2$  determinációs együttható kiszámítására került sor.

Ezt követően a vizsgálatba bevont független változók regressziós paramétereit ( $\beta$ ) kellett értelmezni, amennyiben ezek szignifikánsan ( $p < 0,05$ ) illeszkednek a modellre (Maddala, 2004), illetve a standardizált regressziós együtthatók ( $b$ ) pedig lehetőséget nyújtanak a vizsgálatba bevont magyarázóváltozók magyarázóerejeinek közvetlen összehasonlítására is, függetlenül azok mérési szintjétől.

Disszertációmban csak azokat a független változókat vettem figyelembe, melyek szignifikánsak.

- Ha  $\beta > 0$ , akkor a magyarázó változó ( $x_i$ ) és az eredményváltozó ( $Y$ ) közötti összefüggés pozitív, azaz a magyarázó változó magas értéke növeli az eredményváltozó értékét.
- Ha  $\beta < 0$ , akkor a magyarázó változó ( $x_i$ ) és az eredményváltozó ( $Y$ ) közötti összefüggés negatív, azaz magyarázó változó magas értéke csökkenti az eredményváltozó értékét.

Az elemzést enter módszerrel végeztem, amely az összes független változót beveszi a modellbe, függetlenül attól, hogy a változó parciális magyarázó ereje szignifikáns-e. Ezt követően egyesével eliminálja a nem szignifikáns változókat (E. Szabó et al., 2010).

A **3. hipotézis** igazolásához az **egyutas varianciaanalízis** módszerét, a pontosabb eredmények érdekében a **Bonferroni-féle post-hoc tesztet**, illetve decilisek szerinti kategorizálást is alkalmaztam, valamint asszociációs szorosságot is számoltam.

Tekintettel arra, hogy a rendelkezésemre álló adatbázis múltbeli, az adott üzleti év utolsó napjára vonatkozó állományi, és csupán egy évre vonatkozó adatokat tartalmazott, így az időbeli változásokat, szezonális ingadozásokat nem tudtam kimutatni, de egyrészt az aggregált adatok elemzésénél megfigyelt – stagnáló állapotot tükröző – eredmények sem indokolják az időbeli elemzést, másrészt álláspontom szerint a tőkeszerkezeti és jövedelmezőségi mutatók esetében a szezonálisnak nincs szignifikáns szerepe.

A **varianciaanalízis (ANOVA – analysis of variance)** alapvetően a csoportok közötti és csoportokon belüli varianciák összehasonlítására szolgál, valamint lehetővé teszi a varianciák tényezőnkénti felbontását. Annak a tisztázását segíti, hogy a szórásbeli eltérések mögött a véletlen vagy egy másik magyarázó tényező hatása bújik-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. A döntést F-próba eredménye alapján hozzuk meg. Akkor állapíthatjuk meg, hogy minták átlaga egyenlő, ha az  $F_{\text{emp}} \leq F_{\text{krit}}$ .

Mivel az egyutas varianciaanalízis (ANOVA) csupán a kategóriák szórásának (belső szórás) 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. Ehhez post-hoc (utólagos) tesztek elvégzése szükséges, amelyhez a Bonferroni-tesztet használtam, tekintettel arra, hogy a vizsgálati (kategorikus ismerv szerinti) csoportok elemszáma különböző, amire ez a teszt nem érzékeny.

Az összefüggésvizsgálathoz a vizsgált mutatók decilisek szerinti kategorizálása volt szükséges, mivel a mutatók szóródása extrém magas. A decilisek olyan speciális helyzetmutatók (kvantilisek), amelyek osztópontok segítségével a növekvő sorrendbe állított adatokat egyenlő gyakoriságú, jelen esetben 10 osztályra bonthatják. A módszer alkalmazásának legnagyobb előnye, hogy így a kiugró értékekre (outlierekre) érzékeny elemzések is elvégezhetők, illetve közel egyenletes eloszlású változót tudunk létrehozni vele. A hipotézisről az előbbieken ismertetett módszerek szerinti elemzések után az asszociációs szorosságot mérő Phi mutató értéke alapján döntöttem. A Phi mutató értéke 0-1 közé esik, alkalmas 2x2-es vagy annál nagyobb kontingencia-táblákkal kifejezett két nominális vagy ordinális skálán mért ismerv szorosságának meghatározására is. Értéke akkor tekinthető szignifikánsan nullánál magasabbnak, ha  $p < 0,05$ .

A **4. hipotézis** teszteléséhez szintén a kvantilisek szerinti osztályozást alkalmaztam, a vizsgált adatokat 100 egyenlő részre, vagyis percentilisekre osztottam a magas terjedelem (R) miatt. Az így kapott csoportok szóráshomogenitását a Levene-teszttel ellenőrzöm, amely abból a feltevésből

indul ki, hogy a vizsgált populációk varianciája azonos, homogén. Ha az eredményül kapott  $p$  érték kisebb, mint 0,05, akkor valószínűsíthetjük, hogy az eltérő szórás nem magyarázható az azonos varianciájú populációkból vett minták véletlenszerűségével, vagyis a csoportok varianciái eltérnek. Végül grafikus úton történő ábrázolással ellenőriztem hipotézisemet.

Az **5. hipotézis** teszteléséhez első lépésként a **faktoranalízis** módszerét alkalmaztam, majd homogén csoportokat hoztam létre a **klaszteranalízis** módszerével, amelynek lényege, hogy a megfigyelési egységeket viszonylag homogén csoportokba rendezi az elemzésbe bevont változók alapján. A cél olyan csoportok létrehozása, amelyeknek tagjai valamilyen nézőpont (a vizsgálatba bevont ismérvek) alapján hasonlítanak csoporttársaikra és ugyanezen dimenzió mentén eltérnek a többi csoport elemeitől. A gyakorlatban a piackutatás területén alkalmazzák leginkább az eljárást, előzetes kutatások során kapott, illetve elméleti megfontolások alapján kiválasztott változók figyelembevételével. Mindezek alapján a klaszterezés alapvető feladata azoknak a változóknak a megtalálása, amelyek a csoportok közti eltérést eredményezik. Az elérni kívánt eredményeinket az eljárás másik oldaláról is megközelíthetjük, az úgynevezett feltáró kutatással, amely során a különböző változók alapján megvalósuló csoportok adatai között keressük az összefüggéseket (Sajtos- Mitev, 2007).

A **klaszteranalízis** során első lépésben a **two-step klasztereljárás**al meghatároztam a klaszterek statisztikailag optimális számát (7db). Majd ezt követően **k-közép eljárás**al (centroid módszerrel) határoztam meg 4 ismérv szerint a 7 klasztert. **Varianciaanalízis** segítségével igazoltam, hogy a klaszterek a 4 ismérv szerint eltérőek ( $p < 0,05$ ). Keresztábra használatával az asszociációs kapcsolat szorosságának meghatározásával ellenőriztem, hogy az egyes klaszterek mutatnak-e valamilyen egyedi általános (méret, régió, tevékenységi kör) jellemzőt. Az összefüggés meglétére és az asszociációs szorosság mérésére a kutatói gyakorlatban leginkább elterjedt **Cramer-féle V mutatót** alkalmaztam, amely a táblázatban szereplő változók 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 kutatói gyakorlatban a klaszterezési eljárást gyakran kötik össze a faktoranalízissel, amely az előre meghatározott változócsoporthoz dimenziószámának csökkentésére irányul, oly módon, hogy az egymással korreláló változókat egy faktorba tömöríti. Így egy transzformált, alacsonyabb dimenziószámú térben végezzük a statisztikai elemzést úgy, hogy ne veszítsünk el lényeges információkat. 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 módszer 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 faktoranalízis akkor végezhető el, ha a teszt értéke 0,6 feletti.
- 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 faktorok optimális számának meghatározására három kritériumot használtam, egyrészt a priori kritériumokat, másrészt a Kaiser kritériumot, mely a sajátérték nagyságát veszi alapul, illetve a varianciahányad-módszer. Alapesetben annyi faktort fogadok el, amennyinek a sajátértéke nagyobb, mint 1, illetve azt a pontot keresem, ahol az összes magyarázott variancia eléri 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 mért változót akkor fogadom egy faktor tagjaként, ha

- a faktorsúlya az adott faktoron belül meghaladja a 0,5-öt (abszolút értékben),
- vagy akkor is elfogadható, ha nem haladja meg a 0,5 értéket, de legalább kétszer akkora a súlya, mint a második legnagyobb faktorsúllyal rendelkező mért változónak (Freedman et al., 2005).

A csoportképzés után a **Pearson-féle korrelációs együttható** értéke alapján határoztam meg a tőkeszerkezeti valamint jövedelmezőségi mutatók közötti kapcsolat erősségét és irányát.

A **6. hipotézis** teszteléséhez továbbra is a kvantilisek, azon belül a decilisek szerinti kategorizálást és a Phi mutatót alkalmaztam.

A **7. hipotézist** pedig percentilisek mentén történő kategorizálás, illetve a grafikus ábrázolás segítségével vizsgáltam.

A statisztikai elemzések végrehajtásához a Microsoft Excel 2016, valamint az SPSS 24.0 programokat használtam.

### 3. Új tudományos eredmények

Empirikus kutatásom célkitűzéseinek megfelelően új tudományos eredményeim is három nagy csoportra bonthatók, egyrészt a tőkeszerkezet meghatározó tényezőihez, másrészt a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség kapcsolatrendszeréhez, harmadrészt a tőkeszerkezet optimumának meghatározásához köthetők.

Értekezésemben a korábbi, tőkeszerkezet meghatározó tényezőivel foglalkozó kutatásoktól eltérően nem a kapcsolat meglétét, illetve irányát és erősségét vizsgáltam, hanem egy magyarázó modell felállítására törekedtem. Ennek eredményei alapján a következő új eredményt fogalmaztam meg.

- 1) A hazai és nemzetközi szakirodalmakból ismert endogén és exogén befolyásoló tényezők közül **a méret, a saját tőke arányos jövedelmezőség, az eszközök összetétele által magyarázott eszköz arányos jövedelmezőség és üzleti kockázat, az állami tulajdon, a külföldi tulajdonnal magyarázott export árbevétel, a pénzeszközökkel magyarázott likviditás, az adózás és a területi elhelyezkedés 78,3%-ban magyarázzák az eladósodottságot.** A többi tényező, mint például a vállalati növekedés, hírnév, kor, vállalati életciklus csupán 21,7%-ban határozza meg az eladósodottság szintjét. Az endogén és az exogén tényezőket összehasonlítva konstatáltam, hogy a nemzetközi tapasztalatokhoz hasonlóan, **a hazai vállalkozások tekintetében is érvényesül, hogy az exogén tényezőkkel szemben az endogén, közvetlen hatást gyakorló tényezők magyarázzák jobban az eladósodottságot.**

A tőkeszerkezet és a jövedelmezőség kapcsolatának vizsgálata kapcsán az alábbi új eredményt fogalmaztam meg.

- 2) **Tevékenységi kör, valamint területi elhelyezkedés szerinti összehasonlításban nincsenek számottevő különbségeket a ROE és a tőkeáttétel kapcsolatában, de méret szerinti osztályozás tekintetében jelentősebb eltéréseket mutat, ahogy a ROE mutató szórását illetően is eltérő tendencia (csökkenés, majd növekedés) figyelhető meg a tőkeáttételi mutató értékeinek negatív, illetve pozitív tartományában.**

Az optimális tőkeszerkezet meghatározásával foglalkozó, több évtizedre visszanyúló kutatások közös konklúziója, hogy a saját és idegen források optimális aránya iparáganként, még pontosabban vállalkozásonként eltérő. Mindezek ismeretében, értekezésem célkitűzései között szerepelt, hogy meghatározzam a tőkeelemek kombinációjának, illetve az eladósodottságnak azt a szintjét, amely „vízválasztóként” értelmezhető a nyereséges, illetve veszteséges gazdálkodás között.

Ezen célhoz rendelt hipotézisem tesztelése a következő új tudományos eredmény megfogalmazását tette lehetővé, amely sok esetben a „biztonságos” (és nem feltétlenül a legjövedelmezőbb) gazdálkodáshoz nyújt támpontot, de megjegyzendő, hogy az optimális döntéshez elengedhetetlen az adott eset sajátosságainak, az aktuális piaci és egyéb körülményeknek a figyelembevétele.

- 3) **A nyereséges gazdálkodás szempontjából optimális tőkeáttételi szint a [0,037 – 4,93] intervallumban található, ennek maximuma körülbelül a saját tőke tizenötszereseként határozható meg, valamint nyereséges gazdálkodást feltételezve maximum az össztőke 84%-áig érdemes eladósodniuk a vállalkozásoknak.**

## 4. Következtetések, javaslatok és további kutatási irányok

A kutatásom során feltárt és értekezésemben megállapított új tudományos eredmények alapján *átfogó következtésem*, hogy a vállalkozások tőkeszerkezetének optimuma egyrészt attól függ, hogy milyen kontextusban kívánjuk azt meghatározni, másrészt pedig nem egy konkrét pontban, hanem meghatározott intervallumban keresendő, amelynek határai több (külső és belső) tényező együttes hatásának eredményeként állapítható meg, amelyek közül a belső tényezőknek, azon belüli is a jövedelmezőségnek kiemelkedő szerepe van.

Megállapítottam, hogy különböző ismérvek mentén, illetve csoportképző eljárások (klaszteranalízis) eredményeként létrehozott vállalati klaszterek között csupán valamennyi, és nem minden esetben figyelhetünk meg kirívó különbségeket. Ehhez kapcsolódóan, az értekezésben többször alkalmazott méret, területi elhelyezkedés és tevékenységi kör szerinti részletezettségben, valamint a klaszterezési eljárás eredményi alapján az alábbi konklúziókat vontam le, illetve javaslatokat teszem:

*Méret alapján történő összehasonlításban* arra a következtetésre jutottam, hogy annak mérési szintje nagyban befolyásolja a csoportok egymás közötti viszonyait. Vagyis a kkv törvény szerinti besorolás és a mérlegfőösszeg, vagy az értékesítés nettó árbevétele alapján meghatározott méretkategóriákba tartozó vállalkozások tőkeszerkezetének és jövedelmezőségének, illetőleg azok kapcsolatának összehasonlító elemzése eltérő eredményeket ad. Ennek okán megfontolandónak tartom a kkv törvény szerinti méretkategóriákon túl további tényezők (alkategóriák) bevonását a támogatási,- és hitelbírálati rendszerbe.

*Területi elhelyezkedés szerinti összehasonlításban* megállapítottam, hogy Magyarország regionális eltéréseinek ellenére sem figyelhetők meg markáns differenciák az ilyen módon csoportosított vállalkozások tőkeszerkezetének és jövedelmezőségének tekintetében. Mindebből levonható az a következtetés, hogy az alapvető különbségeket generáló foglalkoztatás, gazdasági aktivitás, illetve infrastruktúra nagyon alacsony hatással van a vállalkozások finanszírozására. Tehát ami a régiók között eltérésként fogalmazható meg, azok a tényezők nincsenek jelentős befolyással a vállalkozások mikro szintű

paramétereire, azaz tőkeszerkezetére, jövedelmezőségére, vagyoni, pénzügyi helyzetére.

***Tevékenységi körök összehasonlítása alapján*** – nem meglepő módon – a mezőgazdaság abszolút elkülönülő volta állapítható meg, ami leginkább a nagyfokú bizonytalanságot jelentő kockázati tényezőkre (többek között az időjárásra) vezethető vissza. Ezzel összefüggésben a külső finanszírozási forrásokhoz való hozzáférés nehézségei, annak kompenzálása érdekében elérhető állami támogatások nagyban befolyásolják a tőkeszerkezetet és ágazati összehasonlításban a tőkeszerkezetbeli különbségeket. Mindemellett az árbevétel (és haszonkulcs) alakulására ható „speciális” tényezők (pl. romlandó termékek, árverseny) nagy hatással vannak az ágazat jövedelmezőségére, ezen keresztül tőkeszerkezetére. Mindezekre figyelemmel az ágazat finanszírozási oldalról történő helyzetbehozásának módját a támogatások szerepének erősítésében, a beruházási hitelek kamattámogatásának növelésében látom.

A ***klaszteranalízis alapján képzett csoportok összehasonlító elemzése*** során megállapítottam, hogy a tőkeszerkezet és a jövedelmezőség közötti kapcsolat erőssége és iránya klaszterenként eltérő, amely eredmény alátámasztja a fentiekben leírt javaslatomat, amely szerint a támogatási,- és hitelbírálati szempontok többszintű rétegezése az ilyen módon elnyerhető források célzottabb kihelyezését eredményezné.

Eredményeim alapján ***a vállalkozások (pénzügyi) menedzsmentje számára*** a következőket ***javaslom***:

- A vállalkozások forrásigényének felmerülésekor – a pénzügyi tudatosság jegyében – ***készítsenek terveket, tudatosan határozzák meg a forráselemek összetételét.***<sup>2</sup> Hosszú távon mindez a vállalkozás alapvető céljának, a vállalat értékének növeléséhez, ezáltal a tulajdonosi vagyongyarapodásához, a vállalkozások hatékonyságának növeléséhez vezethetne, amely mikro szinten a foglalkoztatás és a bérek növekedését, a vállalati versenyképesség javítását eredményezhetné, makro tekintetben pedig a GDP, a nemzeti versenyképesség javításához járulhatna hozzá.

---

<sup>2</sup> Ehhez kívánnak segítséget nyújtani – többek között – az értekezés 4. fejezetében részletezett (új tudományos) eredmények. De hangsúlyozandó, hogy mindig a konkrét eset és az aktuális körülmények alapján hozható meg az optimális döntés.

Mindebben a kontrolling tevékenység erősítésének, az elméleti modellek gyakorlatban történő alkalmazásának kiemelkedő szerep kell hogy jusson, amelyhez véleményem szerint nagyban hozzájárulhatnak a vállalkozások (és a lakosság) pénzügyi kultúrájának, a pénzügyi tudatosságnak a növelésére irányuló Kormányzati törekvések.

- A forráshoz jutás nehézségeinek csökkentése érdekében *a klasszikus források mellett térképezzék fel az alternatív finanszírozási forrásokat* is, és
- a vállalkozás jövedelmezőségének javítása érdekében – amennyiben módjukban áll – *bátran éljenek* a bankok által kínált, illetve egyéb *külső forrásból származó pénzügyi lehetőségekkel*.

Eredményeim és következtetéseim tükrében további kutatási irányokként fogalmaztam meg az alábbiakat:

- 1) A tőkeszerkezet befolyásoló tényezőinek vizsgálatába célszerű lenne bevonni a gazdaságpszichológia és gazdaságpszichológia eszközein keresztül a menedzsment döntéshozatalára ható emocionális tényezőket. Természetesen ennek vizsgálata több ponton is nehézségekbe ütközne, azonban új tudományos igényű eredményekhez vezethetne, amelyek a tudatos pénzügyi tervezés területén is hasznosíthatók lennének.
- 2) A tőkeszerkezet és a jövedelmezőség kapcsolatának témakörében további új tudományos eredményekhez vezethet a két tényező kauzális elemzése, az ok-okozati összefüggések feltárása. Ehhez ugyanazon vállalkozásokból álló, legalább 15 évre kiterjedő adatsor szükséges, így jelen disszertáció keretein belül – az adatokhoz való hozzáférés korlátozottsága miatt – erre nem volt lehetőségem, de hiszem, hogy a téma kutatása kapcsán mérőföldkőnek számító eredményekhez vezethetne.
- 3) Szintén új, a gyakorlat számára hasznos információkkal szolgálhatna a különböző finanszírozási formák eltérő kockázatából és költségéből eredően az értekezésemben is vizsgált bankhitelek mellett az egyéb hitelek, lízing, részvények, kötvények és a sharing economy modelljére épülő finanszírozási megoldások jövedelmezőségre, hatékonyságra gyakorolt hatásainak elemzése, egymással való összehasonlítása.

## 5. Összefoglalás

A vállalkozások tőkeszerkezetének alakítása az alapvető pénzügyi döntések közé tartozik, egyrészt a működés, illetve a növekedés finanszírozásához szükséges források biztosítása, másrészt ezek kombinációja által befolyásolt jövedelmezőség révén.

Értekezésem első felében (2. fejezet) a releváns hazai és nemzetközi szakirodalom kritikai feldolgozására fókuszáltam. Bemutattam a tőkeszerkezet vállalati stratégia megvalósításában betöltött szerepét, a pénzügyi döntések rendszerében történő elhelyezkedését. Röviden ismertettem, illetve rendszerbe foglaltam a finanszírozás fajtáit, kitértem az egyes tőkeelemek költségeire, amelyek a disszertáció egyik fő kutatási kérdésének, vagyis a tőkeszerkezet jövedelmezőséggel való kapcsolatának alapját adják. Ezt követően a tőkeszerkezettel foglalkozó elméleteket vettem górcső alá. Megállapítottam, hogy valamennyi elmélet számos egyszerűsítő feltétel mellett és mindig egy nézőpontból vizsgálja az optimális tőkeszerkezet kérdéskörét, így a gyakorlatban ezek együttes érvényesülésére aligha találunk példákat a gyakorlatban. A fejezet további részében a tőkeszerkezetet meghatározó exogén és endogén tényezőinek, az ezzel foglalkozó empirikus kutatások eredményeinek összefoglalására helyeztem a hangsúlyt, amelyek empirikus kutatásom keretében, új tudományos igényű eredményeket jelentő modell felállításának elméleti alapjait adták.

Az értekezés következő, 3. fejezetében ismertettem a kutatásom során rendelkezésemre álló adatbázisokat és az alkalmazott statisztikai módszereket.

A 4. fejezetben bemutattam kutatásom eredményeit, így különösen a hazai vállalati szektor valamennyi sajátosságát, több éven átnyúlóan elemeztem a hazai vállalkozások tőkeszerkezetének, jövedelmezőségének alakulását, tőkehelyzetük változásait. Megállapítottam, hogy a hazai, társasági adó hatálya alá tartozó, kettős könyvvitelt vezető vállalkozások tőkeszerkezetében szignifikáns változás nem történt 2010 és 2018 között. A különböző méretű vállalkozások kötelezettségállományának arányában alacsonyabb mértékű eltéréseket tapasztaltam, ahogy regionális elhelyezkedés szerinti csoportosításban is. Ezekkel ellentétben a tevékenységi körök alapján



megkülönböztetett vállalkozások tőkeszerkezetében domináns különbségeket figyeltem meg.

Ebben a fejezetben foglalkoztam a hitelezés nemzetközi összehasonlításban történő vizsgálatával is és azt figyeltem meg, hogy a hazai vállalati hiteldinamika 2015 végétől erőteljes növekedésnek indult, 2016 második negyedétől érdemben magasabb, mint az Eurozónához tartozó országokban tapasztalható növekedési ütem átlaga. 2017 második felétől a V4-ek (Csehország, Lengyelország, Szlovákia és Magyarország) egyéb országaiban látott csökkenő tendenciától függetlenül is látványosan meghaladta a többi visegrádi ország hiteldinamikáját.

Szintén az eredményeket összefoglaló fejezetben kapott helyet a hipotézisek vizsgálata. A rendelkezésemre álló valamennyi társasági adóalany beszámolójának adataira támaszkodva, az SPSS és az Excel 2016 szoftverek segítségével, különböző statisztikai módszerekkel (keresztábra, asszociációs szorosság, varianciaanalízis, korreláció, útmodell, klaszter- és faktoranalízis) teszteltem a szakirodalom feldolgozás és az értekezés célkitűzései alapján felállított, a tőkeszerkezet meghatározó tényezőire, a különböző vállalkozáscsoportok tőkeszerkezete, és jövedelmezősége közötti kapcsolatra, valamint a nyereségesség szempontjából optimális tőkeáttétel és eladósodottság szintjére összpontosító hipotéziseimet.

Végül a kapott eredmények felhasználásával fogalmaztam meg új tudományos eredményeimet (4.8 alfejezet) valamint következtetéseimet, javaslataimat, és a téma kutatásának néhány további lehetséges irányát (5. fejezet).

Értekezésem egyik fő megállapítása, hogy a hazai és nemzetközi szakirodalmakból ismert endogén és exogén befolyásoló tényezők közül a méret, a saját tőke arányos jövedelmezőség, az eszközök összetétele által magyarázott eszköz arányos jövedelmezőség és üzleti kockázat, az állami tulajdon, a külföldi tulajdonnal magyarázott export árbevétel, a pénzeszközökkel magyarázott likviditás, az adózás és a területi elhelyezkedés 78,3%-ban magyarázzák az eladósodottságot. A többi tényező, mint például a vállalati növekedés, hírnév, kor, vállalati életciklus csupán 21,7%-ban határozza meg az eladósodottság szintjét. A befolyásolás mértéke alapján összehasonlítva az egyes tényezőket, statisztikailag igazoltam, hogy az exogén tényezőkkel

szemben az endogén, közvetlen hatást gyakorló tényezők magyarázzák jobban az eladósodottságot.

Az eredményeim alapján arra az átfogó következtetésre jutottam, hogy a vállalkozások nyereségességének szempontjából optimális (maximális) tőkeáttétel nem egy konkrét pontban, hanem meghatározott intervallumban keresendő és ez a periódus körülbelül 5 – 15 közötti tőkeáttételi szinten determinálható.

Álláspontom szerint, eredményeim releváns információkkal bírnak a hazai vállalatok vezetői számára, különösen egy finanszírozási nehézségekkel is járó gazdasági válságban, majd az azt követő helyreállás időszakában, de „békeidőben” is hasznosíthatók, a tulajdonosok mindenkori céljának, úgymint a vagyon, valamint a profit maximalizálásának eléréséhez.

Meggyőződésem, hogy az értekezésben megfogalmazott új tudományos eredmények segíthetik a vállalkozások (pénzügyi) menedzsmentjét az optimális pénzügyi döntések meghozatalában. Megjegyzendő ugyanakkor, hogy a disszertációban ismertetett eredmények mindig az aktuális piaci és egyéb körülmények figyelembevételével, kellő átgondolás mellett alkalmazhatóak nagy biztonsággal.

## Irodalomjegyzék

1. Bodnár K. – Kovalszky Zs. – Kreiszné Hudák E. (2014): A válságból történő kilábalás és a hitelezés kapcsolata. In: *Hitelintézeti Szemle*, 13 (4) 57-87. p.
2. Brealey, Richard A. – Myers, Stewart C. (2011): Modern vállalati Pénzügyek. Budapest: Panem Kiadó
3. E. Szabó L. – Gyenis B. – Gyenis Z. – Rédei M. – Szabó G. (2010): Korrelációk kauzális magyarázata. In: *Filozófiai Szemle*, 3 (54) 78–97. p.
4. Freedman, D. A. – Pisani, R. – Purves, R. (2005): Statisztika, Typotex Kiadó, ISBN: 978-963-9548-63-3
5. Füstös L. – Kovács E. – Meszéna G. – Simonné Mosolygó N. (2007): Alakfelismerés. Sokváltozós statisztikai módszerek. Budapest: Új Mandátum Könyvkiadó.
6. Maddala, G. S. (2004): Bevezetés az ökonometriába. Budapest: Nemzeti Tankönyvkiadó
7. Sajtos L. – Mitev A. (2007): SPSS kutatási és adatelemzési kézikönyv. Budapest: Alinea Kiadó, 283-285. p.
8. Saunders, M. – Lewis, P. – Thornhill, A. (2016): Research methods for business student. L.E.G.O. S.p.A., Italy 541. p.
9. Szűcs I. (Szerk.) (2004): Alkalmazott statisztika. Budapest: Agroinform.

## Az értekezés témaköréhez kapcsolódó tudományos publikációk

### Magyar nyelvű folyóiratcikkek:

1. **Gyurcsik Petronella** – Tóth Róbert – Pónusz Mónika – Szijártó Boglárka (2019): A kereskedelmi ágazat és vállalkozásainak közgazdasági és társadalmi jelentősége a vidéki térségek fejlődésében. In: *A FALU* 34 (2) pp. 45-51.
2. **Gyurcsik Petronella** – Tóth Róbert – Túróczi Imre – Mester Éva – Kozma Norbert (2019): A tudatos vállalkozásfinanszírozás a Controlling és az alternatív finanszírozási források szemszögéből. In: *CONTROLLER INFO* 7 (1) pp. 29-33.
3. Pintér Krisztina – Pónusz Mónika – Tóth Róbert – **Gyurcsik Petronella** (2019): Borászati kisvállalkozások stratégiájának jelentősége a vidéki térségek fejlődésében. In: *A FALU* 34 (2) pp. 29-35.
4. Tóth Róbert – **Gyurcsik Petronella** – Túróczi Imre (2019): A vállalati pénzügyi kultúra és innováció szerepe Magyarország versenyképességének javításában. In: *POLGÁRI SZEMLE* 15 (4-6) pp. 392-404.
5. Túróczi Imre – Tóth Róbert – **Gyurcsik Petronella** (2019): Lehetőségek és kihívások a mezőgazdasági és az élelmiszeripari vállalkozások versenyképességének javításában. In: *A FALU* 34 (4) pp. 13-19.
6. Tóth Róbert – Túróczi Imre – **Gyurcsik Petronella** (2018): A pénzügyi kultúra értelmezése a hazai mezőgazdasági vállalkozások vonatkozásában – I. rész In: *A FALU* 33 (1) pp. 77-85.
7. **Gyurcsik Petronella** (2017): Az Uniós finanszírozási források és a kkv-szektor teljesítménymutatóinak összefüggései In: *KÖZÉP-EURÓPAI KÖZLEMÉNYEK* 10 (2) pp. 60-67.
8. Pataki László – **Gyurcsik Petronella** (2017): Pénzügyi tervezés teoretikus és empirikus megközelítése a finanszírozás és a tőkeszerkezet kontextusában. In: *GAZDASÁG ÉS TÁRSADALOM* 9 (3-4) pp. 5-23.

9. Tóth Róbert – Túróczi Imre – **Gyurcsik Petronella** (2017): A vállalatok jövőorientáltságának és pénzügyi stratégiájának szerepe a vidéki gazdaság erősítésében. In: *A FALU* 32 (4) pp. 61-70.
10. **Gyurcsik Petronella** – Pataki László (2016): A finanszírozás controlling funkciói a kkv-k jövedelmezőségének szemszögéből. In: *CONTROLLER INFO* 4 (4) pp. 35-39.

**Idegen nyelvű folyóiratcikkek:**

1. **Gyurcsik Petronella** – Tóth Róbert (2020): Impact of the financial strategy and the capital structure on the financial performance and competitiveness of SME-s. In: *LIMES: A II. Rákóczi Ferenc Kárpátaljai Magyar Főiskola Tudományos Évkönyve* 6 (1) pp. 203-209.
2. Tóth Róbert – **Gyurcsik Petronella** – Karabassov Rassul (2020): Corporate capital structure in the context of value-centred corporate leadership. In: *ECONOMICS & WORKING CAPITAL* 2020 (1-2) pp. 10-14.
3. Róbert Tóth – **Petronella Gyurcsik** (2019): Areas of Improvement in Hungarian SMEs Competitiveness – Corporate Financial Literacy in Focus. In: *POLGÁRI SZEMLE* 15 (Special Issue) pp. 493-506

**Konferencia kiadványban megjelent cikkek magyar nyelven:**

1. **Gyurcsik Petronella** (2020): A vállalati nyereségadó és a tőkeszerkezet összefüggései. In: *Bihari Erika; Molnár Dániel; Szikszai-Németh Ketrin (szerk.) Tavasz Szél - Spring Wind 2019: Tanulmánykötet II.* Budapest, Magyarország: Doktoranduszok Országos Szövetsége pp. 250-256.

2. Tóth Róbert – **Gyurcsik Petronella** – Mester Éva – Kozma Norbert – Túróczi Imre (2018): A felelős hitelezés és a vállalati pénzügyi tudatosság kapcsolatrendszere. In: *Földi Péter; Borbély András; Kápolnai Zsombor; Zsarnóczky Martin Balázs; Bálint Csaba; Fodor-Borsos Eszter; Gerencsér Ilona; Gódor Amelita Kata; Gubacsi Franciska; Nyíró András; Szeberényi András (szerk.): Közgazdász Doktoranduszok és Kutatók IV. Téli Konferenciája: Konferenciakötet*, Budapest, Magyarország: Doktoranduszok Országos Szövetsége pp. 34-40.
3. **Gyurcsik Petronella** – Tóth Róbert – Csapó Ildikó (2017): Tőkeszerkezet a gyakorlatban - egy kérdőíves felmérés eredményeinek bemutatása. In: *Dorisz Györkő; Vivien Kleschné Csapi; Zsolt Bedő (szerk.): ICUBERD 2017: Book of Papers, Pécs, Magyarország: University of Pécs* pp. 316-328.
4. Pataki László – **Gyurcsik Petronella** (2017): Pénzügyi tervezés teoretikus és empirikus megközelítése a finanszírozás és a tőkeszerkezet kontextusában. In: *Resperger Richárd; Czeglédy Tamás (szerk.): Geopolitikai stratégiák Közép-Európában = Geopolitical strategies in Central Europe: [nemzetközi tudományos konferencia, Sopron, 2017. november 9.]: Tanulmánykötet: [international scientific conference, Sopron, 9 November 2017]: Publications Sopron, Magyarország : Soproni Egyetem Kiadó, pp. 546-558.*
5. Tóth Róbert – **Gyurcsik Petronella** – Csapó Ildikó (2017): Tőkeszerkezet a gyakorlatban- egy kérdőíves felmérés eredményeinek bemutatása. In: *Dorisz Györkő; Vivien, Kleschné Csapi; Zsolt Bedő (szerk.): ICUBERD 2017: Book of Papers, Pécs, Magyarország: University of Pécs* pp. 316-328.
6. **Gyurcsik Petronella** – Pataki László (2016): A kkv szektor tőkehelyzetének elemzése. In: *Árpási Zoltán; Bodnár Gábor; Gurzó Imre (szerk.): A magyar gazdaság és társadalom a 21. század globalizálódó világában 1. kötet : "30 éves a békéscsabai felsőoktatás" jubileumi konferencia Békéscsaba, Magyarország : SZIE Gazdasági, Agrár- és Egészségtudományi Kar* pp. 154-162.

**Konferencia kiadványban megjelent cikkek idegen nyelven:**

1. **Gyurcsik Petronella** – Tóth Róbert (2019): Modern financing solutions. In: *Ormos Mihály; Antalík Imrich (szerk.): Tőkepiaci befektetések a V4 országokban* pp. 75-82.
2. Németh Tamás – **Gyurcsik Petronella** (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. pp. 2-8.
3. **Gyurcsik Petronella** – Tóth Róbert – Csapó Ildikó (2018): The importance of financial strategy and capital structure in the light of competitiveness SME sector, with reference to the role of financial consultancy. In: *Dinya László; Baranyi Aranka (szerk.) XVI. Nemzetközi Tudományos Napok: „Fenntarthatósági kihívások és válaszok” - A Tudományos Napok Publikációi,* Gyöngyös, Magyarország: EKE Líceum Kiadó pp. 769-776.
4. **Gyurcsik Petronella** – Tóth Róbert – Pataki László (2018): Analysis of the funding and financial situation of businesses in the primary and secondary sector in Hungary. In: *Illés Bálint Csaba (szerk.): Proceedings of the International Conference “Business and Management Sciences: New Challenges in Theory and Practice” / "Gazdálkodás- és szervezéstudomány: Új kihívások az elméletben és gyakorlatban" nemzetközi tudományos konferencia tanulmánykötete: Volume I / I. kötet* Gödöllő, Magyarország : Szent István Egyetemi Kiadó pp. 161-167.
5. Tóth Róbert – **Gyurcsik Petronella** – Mester Éva – Túróczi Imre (2018): Analysis of sme funding strategies in the light of financial awareness. In: *Illés Bálint Csaba (szerk.): Proceedings of the International Conference “Business and Management Sciences: New Challenges in Theory and Practice” / "Gazdálkodás- és szervezéstudomány: Új kihívások az elméletben és gyakorlatban" nemzetközi tudományos konferencia tanulmánykötete : Volume I / I. kötet* Gödöllő, Magyarország : Szent István Egyetemi Kiadó pp. 177-183.

6. **Gyurcsik Petronella** – Pataki László (2017): The examination of the relationship among capital structure, liquidity and efficiency in SME sector. In: *Koščiarová, I.; Kádekóvá, Z. (szerk.) Managerial trends in the development of enterprises in globalization era Nitra, Szlovákia : Slovak University of Agriculture in Nitra* pp. 69-75.

**Idegen nyelvű tudományos könyv/könyvrészlet:**

1. Tóth Róbert – **Gyurcsik Petronella** – Sisa Krisztina – Kozma Tímea – Szijártó Boglárka (2020): The spread of lean management and its connection with the financial and accounting information system. In: *I. Markina (szerk.) SECURITY MANAGEMENT OF THE XXI CENTURY: NATIONAL AND GEOPOLITICAL ASPECTS. ISSUE: 2* Prague, Csehország: Numeros pp. 148-162.

**Magyar nyelvű egyéb tudományos előadás (abstract):**

1. **Gyurcsik Petronella** (2019): A vállalati nyereségadó és a tőkeszerkezet összefüggései. In: *Németh, Katalin (szerk.) Tavaszi Szél Konferencia 2019: Nemzetközi Multidiszciplináris Konferencia: Absztraktkötet*, Budapest, Magyarország: Doktoranduszok Országos Szövetsége p. 356
2. **Gyurcsik Petronella** – Pataki László – Tóth Róbert (2018): A primer és szekunder szektor finanszírozásának és pénzügyi helyzetének elemzése Magyarország példáján = Analysis of the funding and financial situation of businesses in the primary and secondary sector in Hungary. In: *Anita, Tangl (szerk.): Business and Management Sciences: New Challenges in Theory and Practice. Conference on the 25th Anniversary of the Doctoral School of Management and Business Administration: Book of Abstracts = Gazdálkodás- és szervezéstudomány: Új kihívások az elméletben és gyakorlatban. Tudományos konferencia a Gazdálkodás és Szervezéstudományok Doktori Iskola alapításának 25. évfordulója alkalmából: Előadások összefoglalói* Gödöllő, Magyarország: Szent István Egyetem Egyetemi Kiadó p. 48



3. Tóth Róbert – **Gyurcsik Petronella** – Mester Éva – Túróczi Imre (2018): A KKV szektor finanszírozási stratégiáinak vizsgálata a pénzügyi tudatosság tükrében = Analysis of sme funding strategies in the light of financial awareness. In: Anita, *Tangl (szerk.) Business and Management Sciences: New Challenges in Theory and Practice. Conference on the 25th Anniversary of the Doctoral School of Management and Business Administration: Book of Abstracts = Gazdálkodás- és szervezéstudomány: Új kihívások az elméletben és gyakorlatban. Tudományos konferencia a Gazdálkodás és Szervezéstudományok Doktori Iskola alapításának 25. évfordulója alkalmából: Előadások összefoglalói*, Gödöllő, Magyarország: Szent István Egyetem Egyetemi Kiadó p. 125
4. Tóth Róbert – Mester Éva – **Gyurcsik Petronella** – Kozma Norbert (2018): A felelős hitelezés és a vállalati pénzügyi tudatosság kapcsolatrendszere. In: *Káposzta József (szerk.) Közgazdász Doktoranduszok és Kutatók IV. Téli Konferenciája: Absztraktkötet*, Gödöllő, Magyarország: Szent István Egyetem p. 83
5. Pataki László – **Gyurcsik Petronella** (2017): Pénzügyi tervezés teoretikus és empirikus megközelítésben. In: *Resperger Richárd (szerk.) Geopolitikai stratégiák Közép-Európában : Nemzetközi tudományos konferencia, Sopron, 2017. november 9. : Programfüzet és előadáskivonatok: Geopolitical strategies in Central Europe: International scientific conference, Sopron, 9 November 2017 : Schedule and book of abstracts*, Sopron, Magyarország: Soproni Egyetem Kiadó p. 82
6. **Gyurcsik Petronella** (2016): Az Uniós finanszírozási források és a kkv-szektor teljesítménymutatóinak összefüggései. In: *Haffner Tamás; Kovács Áron (szerk.): Absztrakt kötet: III. Fiatalok Európában Konferencia 2016*, Pécs, Magyarország: Sopianae Kulturális Egyesület p. 19

**Idegen nyelvű egyéb tudományos előadás (abstract):**

1. **Gyurcsik Petronella** – Tóth Róbert (2019): The role of corporate financial culture and innovation in improving the competitiveness of the national economy. In: *Bálint Horváth - Péter Földi - Zsombor Kápolnai - Imrich Antalík (szerk.): International Conference of Economics PhD Students and Researchers in Komárno: Book of Abstracts*, Komárno, Szlovákia : J. Selye University p. 16
2. **Gyurcsik Petronella** – Tóth Róbert (2019): Impact of the financial strategy and the capital structure on the financial performance and competitiveness of SME-s. In: *Bacsó Róbert - Szemjon Viktória - Pataki Gábor (szerk.) „50 ÉVES A KÖZGAZDASÁGI Nobel-díj” A számvitel és pénzügy tudományok hatása a gazdasági folyamatok fejlődésére: Nemzetközi Gazdaságtudományi Konferencia*, Beregszász, Ukrajna : II. Rákóczi Ferenc Kárpátaljai Magyar Főiskola p. 90
3. **Gyurcsik Petronella** – Tóth Róbert – Csapó Ildikó (2018): The importance of financial strategy and capital structure in the light of competitiveness SME sector, with reference to the role of financial consultancy. In: *Dinya, László - Csernák, József (szerk.) "Fenntarthatósági kihívások és válaszok" ["Sustainability challenges and answers" ] ["Herausforderungen und Antworten von Nachhaltigkeit"]*: XVI. Nemzetközi Tudományos Napok : Gyöngyös, 2018. április 12-13. : program, előadások és poszterek összefoglalói [16th International Scientific Days: Gyöngyös, 12-13 April, 2018: programme, summaries of presentations and posters] [XVI. Internationale Wissenschaftliche Tagung : Gyöngyös, 12-13. April 2018 : Programm, Zusammenfassungen der Vorträge], Eger, Magyarország : EKE Líceum Kiadó p. 123