

A KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOK TŐKESZERKEZETE ÉS FINANSZÍROZÁSI PROBLÉMÁI

*THE CAPITAL STRUCTURES AND THE FINANCIAL PROBLEMS OF
THE SMALL- AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES*

VARGA ZOLTÁN PhD. hallgató

Nyugat-magyarországi Egyetem, Széchenyi István Gazdálkodás- és
Szervezéstudományok Doktori Iskola

ABSTRACT

Micro, small and medium-sized enterprises function as the engine of the economy. They play an important role in employment and economic development. A low level of capitalisation is characteristic of SMEs everywhere. However, the size of them influences their profitability essentially. Their capacity for the inclusion of their own financial resources is rather limited. The proportion of the profit the entrepreneurs should reinvest in the business versus the proportion they should withdraw as some form of income is also questionable. The smaller the size of a company the more it is apparent that SMEs are constantly experiencing short and long term financial difficulties. Besides low level of risk-taking their external borrowing is also limited by the fact that they pose a significant risk themselves to their creditors too.

1. Bevezetés

Magyarországon a vállalkozások túlnyomó többsége a kis- és középvállalkozások kategóriájába tartozik. Méretük alapvetően befolyásolja jövedelemtermelő képességüket, a foglalkoztattak létszámát és a fejlesztéseket. A vállalkozás anyagi gazdagságát végső soron termelőképessége határozza meg. Ez a termelőképesség eszközeinek függvénye: a földé, az épületeké, a tudásé, a javak előállításához használt gépeké és dolgozóké, akik használják ezen erőforrásokat. Az eszközökkel szemben a pénzügyi eszközök (források – részvény, kötvény) vannak. Ezek indirekt módon vesznek részt a gazdaság működésében azáltal, hogy lehetővé teszik egy cég tulajdonosának és vezetésének szétválasztását, a tőke vállalkozásokba áramlását. A forrás nem más, mint az eszközök által termelt jövedelemre szóló követelések.

Kkv szektor esetén a dilemma úgy fogalmazható meg, hogy a nyereség mekkora hányadát forgassa vissza a vállalkozásba és mekkora hányadát vegye ki a

vállalkozó a jövedelem valamilyen formájaként? A másik nagy dilemma, hogy a hiányzó beruházási összeg mekkora részét finanszírozzák hitelfelvételből, vagy valamilyen módon tőkeemelést hajtsanak végre?

2. Tőkeszerkezet

A kkv-k optimális tőkeszerkezetének kialakítása során a cél az egyes lehetséges tőkeelemek olyan optimális kombinációjának megtalálása, amely a vállalkozás értékét, és ezen keresztül a vállalkozó vagyont gyarapítja. Az optimális tőkeszerkezet kialakítása tehát alapvetően a lehetséges befektetők jó feltérképezésének problémája. A kkv-k optimális tőkeszerkezetének kialakítása során a cél az egyes lehetséges tőkeelemek olyan optimális kombinációjának megtalálása, amely a vállalkozás értékét, és ezen keresztül a vállalkozó vagyont gyarapítja.

Bélyácz (1997) a tőkestruktúra fogalmát a tulajdonosoktól és a hitelezőktől kapott tőkeforrások kombinációjaként határozza meg. Értelmezése szerint a tőkestruktúra a vállalati kötelezettségek összetételét jelenti, ami egyben az eszközökkel szembeni követeléseket reprezentálja. Brealey & Myers (2005) megfogalmazása szerint a tőkeszerkezet nem más, mint a vállalat beruházásai által termelt pénzáramlásnak a vállalat eszközeire vonatkozó, hosszú távú pénzügyi követelések tulajdonosai közötti szétosztása.

3. Belső finanszírozás

Belső finanszírozásról három alapvető esetben beszélhetünk. Mérleg szerinti eredmény: a mérleg szerinti eredmény a vállalkozás azon eredményét jelenti, amely a hitelezők követeléseinek kielégítése, az adózás, valamint az osztalék kifizetése után megmaradt. Az amortizáció, mint implicit költség jelent a vállalat számára finanszírozási formát, mivel költségként megjelenik, annak ellenére, hogy pénzkidadás nem társul hozzá. Az amortizáció emellett adómegettarítási eszközként is funkcionál, amely szintén a vállalkozást, és ily módon a vállalkozó vagyont gyarapítja. Eszközeldadás: ez alatt nem kizárólag az ingatlanok és gépek értékesítéséből befolyó összeget kell érteni, hanem a követelések, készletek, pénzeszközök állományának csökkentését is. Az eszközeldadás elsődleges célja az eszközökbe lekötött tőke felszabadítása. Itt főként azokra az eszközökre kell gondolni, amelyek nem közvetlenül szolgálják a javak és szolgáltatások előállítását, sőt esetenként azok működtetése veszteséget jelent a vállalat számára (Bozsik, 2003).

4. Külső finanszírozás

A külső forrásokat tartósságuk szempontjából két csoportba soroljuk. A végleges forrásokat nem terheli visszafizetési kötelezettség, a vállalkozás megszűnéséig rendelkezésére állnak és tulajdonjoggal párosulnak. Az ideiglenes forrásokat

valamikor a jövőben vissza kell fizetni. Legtipikusabb képviselőjük a bankhitel. Az ideiglenes külső források fajtái: Kereskedelem-finanszírozó források (kereskedelmi hitel): Ilyen forrásokat az üzleti ciklus teremt. Ha egy vállalat alapanyagot vásárol, nem feltétlenül fizet érte azonnal. A szolgáltatás teljesítése és a fizetés időpontja között a szállítók gyakorlatilag kamatmentes hitelt nyújtanak a vállalat számára. Ezt a nagyobb vállalatok ki is használják, és ha erőfölényük megengedi, mesterségesen is kitolják a fizetési határidőket. Hasonlóan kamatmentes forrás a vállalat számára az ÁFA-tartozás, amelyet a magyar szabályok szerint a tárgyidőszakot követő hónap 20. napjáig kell megfizetni. A vonatkozó időszakra a vállalkozás ingyen használja a költségvetés pénzét. Közvetett finanszírozás: A közvetett külső források olyan visszafizetési kötelezettséggel terhelt források, melyeket pénzügyi intézmény bocsát a vállalkozás rendelkezésére. Közvetlen finanszírozás: Két legismertebb formája a kötvény és a kölcsöntőke. Ekkor a vállalkozás közvetlenül a befektetővel áll szerződéses viszonyban. A közvetett források megszerzésének tranzakciós költsége jóval kisebb, mint a kötvénykibocsátásé. A közvetett források hátránya viszont, hogy kamatlábuk általában magasabb, mint a közvetlenké. A kamatláb nagysága a nyújtott hitel összegétől és a futamidőtől is függ. Idegen tőke finanszírozáskor a forrást nyújtó nem kíván tulajdonosi jogokhoz jutni a vállalkozásban, hanem előre rögzített feltételek mellett fix összegű kamat- és tőketörlesztő-részletekre, vagy egyéb vállalati teljesítésre jogosult a vállalattal szemben. Idegen tőke finanszírozáskor egy hitelezői viszony alakul ki a vállalat és a forrást nyújtó között. A forrást kínáló a vállalat üzletmenetének sikerétől függetlenül tart igényt az előre rögzített fix (vagy valamilyen referencia-kamatlábhoz kötött) nagyságú vállalati kifizetésekre.

5. A kis-közepes vállalkozások finanszírozási sajátosságai

A finanszírozás elsődleges célja a kkv-k esetén a vállalkozás értékének maximalizálása. Azonban a mikro-vállalkozások esetén ez elsősorban a munkahely megletését és a létszükségletek előteremtését jelenti, nem pedig a vagyonuk gyarapítását. A vállalkozó egyik fontos feladata ennek érdekében a működéshez szükséges források előteremtése. A kkv-kra mindenütt jellemző az alacsony tőkeellátottság. Saját forrásbevonási lehetőségeik korlátozottabbak a szűk tulajdonosi kör miatt és saját felhalmozási képességeik is gyengébbek. A külső forrásbevonást alacsony kockázatvállalás mellett az is korlátozza, hogy ők maguk nagy kockázatot jelentenek a hitelezőik számára.

5.1. A külső forrásbevonás további korlátja, hogy tevékenységük nem áttekinthető (transzparencia hiánya). A tulajdonos, aki egyben a menedzser szerepét is betölti, adóoptimalizációs céllal igyekszik minél alacsonyabb adózás előtti eredményt kimutatni. Ezért a finanszírozók óvatosan kezelik a kisvállalkozások éves jelentéseit. A kkv-k finanszírozása során felmerülő legnagyobb probléma a fedezet hiánya. A finanszírozók célja kockázatuk minimalizálása, ennek érdekében minél

nagyobb fedezetet írnak elő a cégeknek. A legtöbb tulajdonos csak magánvagyonának bevonásával tud megfelelni a hitelintézetek fedezetkövetelményeinek (Béza, Csákné Filep, Csapó, Farkas, Szerb, 2007).

5.2. Folyamatos likviditási problémáik számos tényezőre vezethetőek vissza. Gyenge alkupozíciójuk révén nagy fizetési határidőkkel szembesülnek, míg szállítók kevésbé nyújtanak nekik kereskedelmi hitelt. A vevők nemfizetésének kockázata sokkal inkább érinti őket. Kevés vevői és szállítói kapcsolattal rendelkeznek, így akár csak egy vevő vagy beszállító elvesztése is komoly nehézségeket okozhat számukra. Kevés saját tőkével rendelkeznek és jellemzően kevésbé eszközigényes tevékenységet folytatnak, ami nem kedvez az adósságjellegű források megszerzésének. A forrásszerzés költségei sokkal jelentősebbek számukra, mint a nagyvállalatoknak.

5.3. A mikrovállalkozások saját tőkéje jellemzően saját megtakarításaikból és ismerősöktől vagy családtagoktól kapott kölcsönökből tevődik össze. Finanszírozásuk kis méretükből és tőkeszegénységükből adódóan a bankok számára nagy kockázatot jelent. Ez a piac a hitelintézetek számára nem jelent perspektívát. A banki konstrukciók – elsősorban tranzakciós költségek nagysága miatt – a mikrovállalkozások számára sem előnyösek, sőt esetenként megfizethetetlenek. A problémákkal elsősorban azon vállalkozók szembesülnek, akik rendelkeznek már valamekkora induló vagyonnal vagy működő vállalkozással. Azonban jelentős azon vállalkozások aránya, akik egyáltalán nem bankképesek, így finanszírozási alternatíváik rendkívüli módon beszűkültek. Az ő problémáikra csak a speciális mikrohitelzési modellek jelenthetnek megoldást. „A mikrohitelzés elsődleges célja, olyan hitelzési rendszer megvalósítása, amely lehetővé teszi konvencionális/kereskedelmi bankok által nem finanszírozható, nem bankképes szegények részére induló tőke biztosítását, szakmai és pénzügyi segítségnyújtást.” (Szabó, 2006, old.:4.) A mikrohitel napjainkban a hitelzési formák széles palettát foglalja magában a mezőgazdasági hitelektől a fogyasztói és szövetkezeti hitelekig.

A mikrohitel-piac legszűkebb szegmensét azon kisvállalkozások alkotják, amelyek már bankképesek, így közvetlen hitelnnyújtás révén már forráshoz tudnak jutni. A második csoportba azon mikrovállalkozások tartoznak, akik önállóan még nem hitelképesek, de garanciavállalás mellett kaphatnak hitelt. A garanciavállaló jellemzően az állam. A harmadik csoportot a legszegényebb rétegek alkotják, akik azonban látnak ambíciót magukban arra, hogy egy vállalkozás létrehozása révén javítsanak helyzetükön. E réteg képzettség és indulótőke híján nem képes önállóan kapcsolatba lépni a finanszírozókkal, számukra jelenthetnek megoldást az önszolgáltató csoportok vagy a Grameen-csoportok (Gál & Kürthy, 2012). A leverage mutatónak a magyar megfelelője az eladósodottsági mutató, míg a gearing az ún. tőkefeszültségi mutatónak feleltethető meg. Különböző mutatók alakíthatók ki aszerint, hogy mit értenek idegen forrás alatt, vagyis mely mérlegsorokat vonják össze. Szokás számolni a hosszú lejáratú kölcsönök és a saját tőke hányadosát, az idegen tőke piaci értékének és a saját tőkének az arányát, vagy akár a kötelezett-

ségállomány egyes elemeinek (például: bankhitelek, szállítók stb.) a saját tőkéhez vagy az összes forráshoz viszonyított arányát is (Krénus, 2005a). A magyar szakirodalom a tőkeáttétel elnevezést használja.

5.4. A hitellel történő finanszírozásnak a vállalat szemszögéből adózási előnye van, mert a hitelezőknek fizetett kamatok a társasági adóalapot csökkentik. Így a vállalat csökkentheti adófizetési kötelezettségét, ha saját forrásait idegen forrásokra cseréli. A tőkeáttétel növelésével ugyan a részvényeseknek kifizethető jövedelem csökken és a kamatkifizetés aránya folyamatosan nő, de a társasági adó kötelezettség is fokozatosan csökkenthető.

5.5. Az adómegettakarítás kihasználása és a társasági adó minimalizálása a vállalat azon képességétől is függ, hogy képes-e a kamatfizetéshez elegendő jövedelmet termelni. Az adómegettakarítás értékes eszköz lehet egy vállalat kezében. A hitelfelvétel azonban nem csak adómegettakarítással jár, de az eladósodottsági szint növekedésével párhuzamosan egyre növekvő költségei is vannak, amelyeket összefoglaló nevükön pénzügyi nehézségek költségeinek nevez a szakirodalom. A csödköltségek figyelembe vételével a tőkeszerkezet választásos elmélete foglalkozik, míg növekvő ügynökköltségek hatásait az ügynökelmélet tárgyalja. A magyar adórendszer sajátossága, hogy az adósságnak csupán minimális adóelőnyéről beszélhetünk. Mivel a befektetők többsége intézményi befektető, ezért őket a személyi jövedelemadó részét képező osztalék- és kamatadó hatása nem is érinti. Mivel a társasági adó törvény a kapott osztalékot, mint adóalap csökkentő tételt veszi figyelembe, ezért végső soron a kapott osztalék és a kapott kamat ugyanolyan adóterhet visel a forrást nyújtó szempontjából.

5.6. A kisvállalati szektor képviselői nehezebben és magasabb hitelkamatláb mellett juthatnak forrásokhoz és tranzakciós költségeik is arányaiban magasabbnak tekinthetők, tehát számukra az eladósodás kevésbé járható út. Az optimális hitelállomány nagyságát ezért a kkv-k esetén kisebbnek feltételezhetjük, mint a nagyvállalatok esetén.

6. Piaci pozíció

6.1. Egy vállalkozás piaci pozícióját a vevők (vevők átlagos állománya/ átlagos egy napi árbevétel) és a szállítók forgási idejének (szállítók átlagos állománya/ átlagos egy napi árbevétel) viszonyával jellemezhetjük. Ha a vevők forgási ideje nagyobb, mint a szállítók forgási ideje, akkor a cég követeléseinek egy részét nem tudja szállítóival megfinanszírozni, ami pótlólagos finanszírozás igénybevételét teszi indokolttá. Ellenkező esetben a cég szállítói finanszírozzák a vevőknek nyújtott hiteleket, ami kevesebb rövid lejáratú hitel felvételét teszi szükségessé (Fazakas, Gáspár, & Soós, 2008).

6.2. A piaci pozíció mérésére használják még a szállítók fedezettsége mutatót is, ami a vevők és a szállítók hányadosaként értelmezhető. A mutató a pénzügyi pozíciót és ezen keresztül a piaci erőhelyzetet is érzékelteti. Értéke optimális esetben

1 körül mozog. 1 alatti értéke a szállítói kötelezettségek nagyobb arányát jelenti, ami utalhat jó piaci pozícióra, de lejárt tartozások felhalmozására is. 1 feletti értéke a vevők állományának nagyobb arányát mutatja, ami jó fizetési fegyelemre, vagy gyenge piaci pozícióra, esetleg behajthatatlan követelésekre is utalhat. Ha csak a forgási sebesség mutatók viszonyát nézzük, abból nem vonhatunk le következtetést a piaci pozíció erősségének mértékéről, csak erősségéről vagy gyengeségéről. A kettő közötti különbség eredményül egy időbeli értéket kapunk, ami nehézsé teheti az eredmények értelmezését. A két mutató hányadosa révén viszont a szállítók fedezettsége mutatóhoz jutunk. A szállítók fedezettsége a vevői és szállítói állomány egymáshoz viszonyított nagyságának mérésére szolgál.

6.3. A piaci pozíció szemléltetésére az említett mutatószámok hibáit kiküszöbölve egy alternatív mutatószám került kidolgozásra: a szállító állományból vonjuk le a vevő állományt és ezt viszonyítjuk a nettó árbevételhez. Ha a mutató 0 értéket vesz fel, ha a vállalkozás pénzügyileg egyensúlyban van, azaz vevői és szállítói állománya megegyezik. Negatív értéket vesz fel, ha vevőköveteléseinek állománya meghaladja szállítói tartozásainak összértékét. Ez gyenge piaci pozícióra utalhat, ami pótlólagos finanszírozási források igénybevételére kényszerítheti a vállalkozást. Pozitív értéke a szállítói finanszírozás lehetőségének kihasználására utal. A nettó árbevételhez való viszonyítás pedig lehetővé teszi a piaci pozíció erősségének számszerűsítését is.

6.4. A kkv-k tulajdonosi szerkezetében általában a tulajdonos és a menedzser személye megegyezik, ami csökkenti az érdekellentéteket a menedzser és a tulajdonos között. A kisebb ügynöki probléma csökkenti a külső források arányát, ezért a kkv-k általában kisebb tőkeáttétellel működnek. A tulajdonosi koncentráció negatív viszonya bizonyított a tőkeáttétellel a kkv-szektor esetén (Bartholdy & Mateus, 2008).

6.5. A kkv-k esetén a vállalat növekedése csak idegen tőke bevonásával finanszírozható, ezért tőkeáttételük növekedése várható, nemcsak a rövid lejáratú, hanem a hosszú lejáratú források tekintetében is.

7. Jövedelmezőség és eredményesség

A tőkeszerkezet hagyományos elmélete szerint a vállalat értéke eladósodás révén növelhető a fizetett kamatoknak köszönhető és a jövedelmezőség révén kihasználható adómegettakarítás miatt. A hagyományos elmélet pozitív kapcsolatot feltételez a tőkeáttétellel. A választásos elmélet és az ügynökelmélet a kkv-k esetén nem érvényesül. A hierarchia elmélet ezzel szemben a jövedelmezőség kapcsán negatív kapcsolatot feltételez, hiszen a nagyobb jövedelmezőséggel rendelkező vállalkozásoknak több belső forrás áll rendelkezésére, így nincs szükségük külső finanszírozási forrás igénybevételéhez. A hierarchia elmélet azonban érvényesülhet a szektorban, a negatív kapcsolat feltételezését teszi indokolttá a jövedelmezőség és az eladósodottság között. Ha azonban azt feltételezzük, hogy a nagyobb

jövedelmezőség jobb hitelképességet jelent, akkor a kkv-k esetén akár a pozitív kapcsolat is indokolható lenne.

7.1. A jövedelmezőség mérésére leggyakrabban használt mutatók egy eredmény-kategóriát (pl. adózás előtti eredmény, adózott eredmény, EBIT) viszonyítanak az összes eszközhöz vagy a saját tőkéhez. Sogorb-Mira & López-Gracia (2003) az (EBIT+amortizáció) és a fix eszközök arányát vizsgálta. Mateev, Poutziouris & Ivanov (2013) a cash flow/összes eszköz hányadossal jellemezte a jövedelmezőséget. Krénusz (2005b) a jövedelmezőség vizsgálat mellett az eredményesség mutatójaként az EBIT és az EBITDA értékét is figyelembe vette vizsgálataiban. Eredményül szignifikáns pozitív korrelációt kapott a jövedelmezőség és az eladósodottság között.

7.2. A kkv-k esetén a magas likviditási ráta – amennyiben a hitelképesség mutatójaként értelmezzünk – a hitelfelvétel elengedhetetlen feltétele. Ezért elsősorban a hosszú lejáratú hitelek esetén a pozitív kapcsolat is feltételezhető. A likviditás vizsgálatához többnyire a forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek hányadosát használjuk, de a számláló tetszés szerint szűkíthető, egészen a pénzeszközökig.

7.3. Minél kisebb a fizetett kamat aránya az EBIT-hez viszonyítva, a vállalatok annál nagyobb biztonsággal képesek eleget tenni kamatfizetési kötelezettségeiknek, ezért további hitelek felvételére lehet még lehetőségük. Ezért a mutató alacsony értéke az adósság növelésére ösztönöz, így negatív kapcsolat áll fenn a két változó között, amelyet a hosszú lejáratú kötelezettségek tekintetében bizonyítottak is.

7.4. A kockázat és a tőkeáttétel között negatív kapcsolatot feltételezhetünk, elsősorban a hosszú lejáratú kötelezettségek tekintetében. A kkv-k esetén a bevétel nagy volatilitása nemcsak hogy megnöveli a költségeket, de egyenesen lehetlenné teheti a hitelfelvételt.

7.5. A kkv-k esetén az összes adósság és a hosszú lejáratú kötelezettségek tekintetében negatív a kapcsolat, vagyis a kockázat a hitelfelvétel gátja. A rövid lejáratú kötelezettségek esetén viszont a pozitív kapcsolat bizonyított, vagyis a nagyobb kockázat nagyobb likviditási hitelállományt tesz indokolttá, illetve ilyen módon pótolják a hosszú lejáratú források hiányát.

7.6. Az adóteher vagy átlagos adókulcs mutató a társasági adó és az adózás előtti eredmény hányadosaként számítható. Sogorb (2002) tanulmányában az átlagos adókulcsot az adó és az adózás előtti eredmény amortizációval növelt értékének hányadosával méri, míg Abor (2008) nevezőként a működési jövedelmet (EBIT) veszi figyelembe. Abor (2008) a vállalat működésének közvetlen érintettjeinek tulajdonosi arányát vizsgálta. Ahol a többségi tulajdonos és a menedzser személye megegyezik, ott sokkal érzékenyebbek a csőd-kockázatra, hiszen személyes vagyonuk függ tőle (Friend & Hasbrouck, 1988).

8. Tevékenység jellege

8.1. A tevékenység jellege a tőkeszerkezet egyik legfontosabb meghatározó tényezője. Azonban az ágazati hovatartozást reprezentáló változó mindig szoros kapcsolatban van az eszközök összetételével és az üzleti kockázattal, ezért hatása nehezen azonosítható. A kiskereskedelmi tevékenységet folytató vállalkozások követeléseik többségét egy nap alatt, készpénzes forgalom formájában képesek behajtani, ezért igénybe tudják venni a szállító finanszírozást. Ezzel szemben pl. egy autókereskedő készletét többnyire lízingsel finanszírozza, ezért jóval nagyobb a tőkeáttétele. A mezőgazdaságban pedig az éven belüli hitelek aránya magas a tevékenység jellegéből adódóan, hiszen ráfordításaikat csak a termékeik értékesítését követően tudják kifizetni. Adott ágazatban tevékenykedő vállalatok tőkeszerkezete általában nagy hasonlóságot mutat. Az egyes ágazatok hajlamosak is megtartani relatív tőkeáttételi rangjukat az évek során is. Ez alapján megkülönböztethetünk alacsony, közepes és magas tőkeáttételű vállalatokat (Harris & Raviv, 1991). Alacsony tőkeáttételű vállalatok többek között az elektronikai, az élelmiszeripari, a gépipari vállalatok, vagy a könyvkiadás. Közepesen eladósodott vállalatok jellemzik a papírgyártást, az építőipart, a vegyipart. És magas tőkeáttétel jellemzi a kiskereskedelmi élelmiszer-áruházakat, a textilipart vagy a teherszállítást.

8.2. A piaci pozíció szerepének vizsgálatát elsősorban azon ágazatok kis- és középvállalkozásai kapcsán tartom fontosnak, ahol jellemző, hogy az alvállalkozók csak nagy késedelmekkel kerülnek kifizetésre, ezért szállítóik kifizetésére (vagy esetlegesen saját létfenntartásuk költségeinek fedezésére) rövid lejáratú hitelek felvételére kényszerülnek (pl. építőipar).

8.3. A tőkeszerkezet meghatározó tényezőinek sora természetesen még nem tekinthető teljesnek az eddig bemutatott mutatókkal. A kutatók mindig újabb és újabb jellemzőkkel és azokhoz kapcsolt mérőszámokkal rukkolnak elő. Abor (2008) a menedzser képzettségének dummy változóját vizsgálva arra a következtetésre jutott, hogy a magasabban kvalifikált vezetővel rendelkező kkv-k rövid lejáratú kötelezettségeinek aránya szignifikánsan alacsonyabb. A tulajdonos nemét vizsgálva azt bizonyította, hogy a férfi vezetővel rendelkező vállalkozások hosszú lejáratú kötelezettségeinek aránya szignifikánsan magasabb. A vállalkozási forma tekintetében pedig a korlátolt felelősségű társaságoknál tapasztalt szignifikánsan magasabb hosszú lejáratú eladósodottságot.

9. Következtetések

A kis- és középvállalkozó szektor növekedése csak árbevétel, adózott eredmény növelése mellett lehetséges. A vállalkozás vezetője és a tulajdonos ugyanaz a személy, eltérő érdekről nem beszélhetünk. A belső forrás elsődlegessége érvényesül a külső forrással szemben. Eladósodás viszonylag alacsony szintjén viszonylag magas kamatláb terheli a vállalkozást. A kkv-besorolás kapcsán kapott eredmé-

nyekből megállapítható, hogy a mikrovállalkozások nagyobb saját tőke és kisebb szállítói kötelezettség aránnyal működnek, mint kis- és közepes méretű versenytársaik. Ez a tény továbbra is azt igazolja, hogy a mikrovállalkozások forrasszerzési lehetőségei még mindig beszűkültek, többségük nem hitelképes, illetve a bankok által számukra kínált termékek költségeit nem képesek kitermelni.

A jogi személyiség nélküli gazdasági társaságok szignifikánsan kisebb saját tőke és szállítói kötelezettség aránnyal működnek, míg eladósodottságuk magasabb, mint az önálló jogi személyiséggel rendelkező gazdasági társaságoknak. A magas kockázat a hitelfelvétel gátja.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Abor, J. (2008). Determinants of the Capital Structure of Ghanaian Firms. Nairobi: African Economic Research Consortium.
- Bartholdy, J., & Mateus, C. (2008). Taxes and Corporate Debt Policy: Evidence for Unlisted Firms of Sixteen European Countries. <http://ssrn.com/abstract=1098370>.
- Bélyácz, I. (1997). Tőkeberuházási és finanszírozási döntések. Pécs: PTE Kiadó.
- Béza, D., Csákné Filep, J., Csapó, K., Farkas, S., & Szerb, L. (2007). Kisvállalkozások finanszírozása. Budapest: Perfekt Kiadó.
- Bozsik, S. (2003). Pénzügyi számítások II. (Finanszírozási döntések, Portfolióelmélet). Forrás: http://193.6.12.228/uigtk/uipz/hallgatoi/finansz_dontesek.pdf
- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2005). Modern vállalati pénzügyek. Budapest: Panem Könyvkiadó.
- Fazakas, G., Gáspár, B., & Soós, R. (2008). Bevezetés a pénzügyi és vállalati pénzügyi számításokba. Budapest: Tanszék Kiadó Kft.
- Friend, I., & Hasbrouck, J. (1988). Determinants of capital structure. *Research in Finance*, Vol.7(1), 1-21
- Gál, V., & Kürthy, G. (2012). A szegények bankja modell lehetőségei Magyarországon. A virtuális intézet Közép-Európa kutatására közleményei IV. évfolyam 1. szám (No.7), 141-150. 15.
- Krénus, Á. (2005a). Bevezetés a tőkeszerkezet meghatározó tényezőinek elméletébe és gyakorlatába. *Hitelintézeti szemle*, 4. évfolyam 2. szám, 15-35.
- Krénus, Á. (2005b). A tőkeszerkezet meghatározó tényező. Botos Katalin (szerk.): *Pénzügyek és globalizáció*, SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2005. JATEPress, 277-284.
- Mateev, M., Poutziouris, P., & Ivanov, K. (2013). On the determinants of SME capital structure in Central and Eastern Europe: A dynamic panel analysis. *Research in International Business and Finance* 27, 28-51.
- Sogorb, F. (2002). How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence From A 1994–1998 Spanish Data Panel. WP-EC 2002-18, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A., 1-22.
- Sogorb-Mira, F., & López-Gracia, J. (2003). Pecking order versus tradeoff: an empirical approach to the small and medium enterprise capital structure. WP-EC 2003-09, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, 1-35.
- Szabó, A. (2006. január 26.). Mikrohitelek a világban. „Jobb szabályozás és kkv mikrofinanszírozás” Nemzetközi Konferencia, Budapest.