



M Ű E G Y E T E M 1 7 8 2

BUDAPESTI MŰSZAKI ÉS GAZDASÁGTUDOMÁNYI EGYETEM

GAZDASÁG- ÉS TÁRSADALOMTUDOMÁNYI KAR

Gazdálkodás- és Szervezéstudományi Doktori Iskola

HERNÁDI PÉTER

**A tőkeszerkezet elméleti és gyakorlati kérdései  
Közép- és Kelet Európában**

TÉZISFÜZET

Témavezető: Dr. Ormos Mihály

2014. január 6.

## **TARTALOMJEGYZÉK**

<b>I. A KUTATÁS CÉLJA</b>	<b>1</b>
<b>II. A TŐKESZERKEZET-ELMÉLETEK HÁTTERE ÉS AZ ALKALMAZOTT MÓDSZERTAN</b>	<b>2</b>
II.1. Az átváltásos-elmélet	2
II.2. A hierarchia-elmélet	4
<b>III. ELEMZÉSEK ÉS EREDMÉNYEK</b>	<b>5</b>
III.1. A hitel-tőke választás	5
III.2. Finanszírozás a gyakorlatban	10
<b>HIVATKOZÁSOK</b>	<b>15</b>
<b>KAPCSOLÓDÓ SAJÁT PUBLIKÁCIÓK</b>	<b>16</b>

## I. A KUTATÁS CÉLJA

A vállalati pénzügyek egyik önálló, nagy területe a finanszírozási – más néven – tőkeszerkezeti döntések területe, amelynek gyökerei egészen Miller és Modigliani úttörő jelentőségű tételeihez (1958, 1963) nyúlnak vissza.

A tőkeszerkezet kialakításának kérdéseit feszegető kutatások az elmúlt ötven évben számos elméleti modell születéséhez vezettek el, amely modellek sok tekintetben mutatnak egymással rokon és ellentétes vonásokat, így kategorizálásukra is több lehetőség kínálkozik. A könnyebb áttekinthetőség kedvéért a disszertációban megkülönböztetem (1) a hitellel történő finanszírozást az eladósodás költség-haszon egyensúlyára visszavezető modelleket – ezek alkotják összefoglalóan az átváltásos-elméletet; (2) a finanszírozási döntéseket az aszimmetrikus informáltság problémájára visszavezető modelleket (összefoglalóan a hierarchia-elméletet); illetve (3) a finanszírozási szerkezet megválasztását a képviselési probléma kezelésével magyarázó elméleteket („ügynök-elmélet”).

Mivel érdeklődésem fókuszában a közép- és kelet-európai régió vállalatainak finanszírozási gyakorlata, döntéseinek motivációi állnak, amely régióban a vállalatok döntő részére a részvényes-hitelező és a részvényes-menedzser közötti klasszikus képviselési költségek nehezen figyelhetők és mérhetők meg, vizsgálódásaim során a három elmélet közül elsősorban az átváltásos-elmélet és a hierarchia-elmélet megfontolásainak tesztelésére helyeztem a hangsúlyt, de a kapott eredmények értékelése során adott esetben kitekintek a tőkeszerkezet-választás megbízó-ügynök problémakört érintő vetületeire is.

Disszertációm céljának – röviden összegezve – a fent kiemelt két finanszírozási elmélet (a következő fejezetben bemutatva) általános tesztelését, gyakorlati alkalmazásának elemzését tettem meg Magyarországon és a környező országokban, kiemelt hangsúllyal a régióban domináns kis- és középvállalati (KKV) szektorra.

Bővebben, szerzőtársammal közös kutatásainkkal kettős célt tűztünk ki magunk elé. *Első ízben*, szerettünk volna enyhíteni a Magyarországra és a szűkebb értelemben vett közép- és kelet-európai (KKE) régióra jellemző empirikus teszteredmények relatív hiányán. Ez arra vezethető vissza, hogy a régió országai kicsi és illikvid tőke- és hitelpiacaik okán igen kis figyelmet kaptak az 1990 óta eltelt időszakban, ráadásul az eddigi vizsgálatok középpontjába jellemzően a maroknyi tőzsdéi vállalat került. Erre visszavezethetően vizsgálatunk részeként a tőkeszerkezet kiigazítására irányuló viselkedés tényezőit olyan nagyelemű mintán elemeztük, amely döntő részben a KKE régióban gazdasági értelemben reprezentatívnak tekinthető

zártkörű vállalatokra épül, és amely méretben jelentősen meghaladja a hasonló kutatásokban szokásos mintaméreteket.

*Másodízben*, a széles körben elterjedt számviteli adatokra támaszkodó modell tesztelésén túl a régiós vállalatok tőkeszerkezeti döntéseinek mélyebb megértéséhez újszerű, kvalitatív eszközökkel kívánunk hozzájárulni. Kérdőíves felmérésünk lehetőséget adott arra, hogy átlépjunk a proxy változók választásának súlyos problematikáján, és a vállalatok menedzsmentjét közvetlenül kérdezzük meg finanszírozási preferenciájukról és döntéseik hátteréről. A kapott válaszok – a konvencionális elméletek gyakorlati érvényesülésének elemzésén túl – arra is kiváló alapot biztosítanak, hogy felmérjük, vajon a menedzserek ténylegesen a kinyilvánított preferenciájuk szerint döntenek-e.

A következő fejezetben (II. fejezet) egy rövid összefoglaló keretében bemutatom a két fő elmélet lényeges összefüggéseit, és a rájuk vonatkozó múltbeli tapasztalati eredményeket. Emellett itt ismertetem az elméletekkel kapcsolatban leggyakrabban alkalmazott tesztmódszereket, és bemutatom az általunk (témavezetőm és általam) a kutatásaink során alkalmazott módszereket is. A III. fejezetet eredményeink és következtetéseink bemutatásának, és megállapításaim megfogalmazásának szánom.

## **II. A TŐKESZERKEZET-ELMÉLETEK HÁTTERE ÉS AZ ALKALMAZOTT MÓDSZERTAN**

### **II.1. Az átváltásos-elmélet**

Az átváltásos-elmélet (angolul *static tradeoff theory*, vagy *STT*) szerint minden vállalat számára létezik egy optimális forrásszerkezet, amely mellett a vállalat értéke maximálható. Az értéknövekedés az eladósodással járó kamatfizetésen megtakarított adókon képződik, ami a részvényeseknél marad. A határtalan eladósodásnak gátat szabnak azonban az eladósodással járó emelkedő költségek, amelyek a mindennapos pénzügyi nehézségek és a növekvő csődvalószínűség diszkontált költségeiként ragadhatók meg. A két hatás egymás ellen dolgozik, és a tőkeáttétel egy adott szintjén határértékük kiegyenlíti egymást: ezen a ponton a vállalat sem a tőkeáttétel további növelésében, sem annak csökkentésében nem érdekelt, azaz optimális hitel-részvény aránnyal működik. Az elmélet két sarokköve tehát az adó megtakarítás hozadéka és a pénzügyi nehézségek költségei, amelyekre az empirikus kutatások számos vállalat-specifikus tényező és pénzügyi változó hatását feltételezik és vizsgálják.

Az STT érvényessége mellett a vállalatok pénzügyi viselkedésében egy megcélzott tőkeáttételi szint felé való folyamatos alkalmazkodást (mind negatív, mind pozitív irányban) és erős keresztmetszeti korreláció fennállását várjuk az egyes meghatározó pénzügyi tényezők (jövedelmezőség, eszközökkel való ellátottság, adókulcs nagysága, stb.) és a hitel ill. saját tőke (D/E) optimálisnak vélt aránya között.

Az elmélet fenti két aspektusa – azaz (1) az erős és megfigyelhető keresztmetszeti korreláció a meghatározó tényezők és a tőkeáttétel szintje között, valamint (2) a vállalatok törekvése a hitel-részvény arány megváltoztatására, amennyiben messze kerülnek az optimumuktól – az, amely hosszú idő óta az elmélet tesztelésének középpontjában áll. A kevésbé összetett tesztek, azaz amelyek a tőkeáttétel keresztmetszeti meghatározó tényezőit elemzik statikus keretek között, teszik ki az empirikus kutatások nagyobb szeletét. Ezek közül Bradley és szerzőtársai (1984) megmutatják, hogy a tőkeáttétel szintje és a pénzügyi nehézségek költségei fordított arányban állnak egymással. A szerzők Long és Malitz (1985) valamint Titman és Wessels (1988) mellett a jövőbeli növekedési lehetőségek (az eszközök tárgyiasulatlanságának relatív mértéke) és a tőkeáttétel negatív kapcsolatára is bizonyítékot találnak. A tőkeszerkezet-elméletek érvényességét a G7 országokban elemezve Rajan és Zingales (1995) azt találja, hogy az USA vállalataira a korábbi kutatások során meghatározónak mutatózó tőkeszerkezeti tényezők, úgymint a vállalati méret, a növekedés, a jövedelmezőség és az eszközök tárgyiasultságának foka a többi fejlett országban is meghatározónak bizonyul a tőkeáttétel megválasztásában. Booth és szerzőtársai (2001) hasonló elemzést végeznek tíz fejlődő ország tőzsdei vállalatainak körében, és kiterjesztik a fenti változók érvényességét a fejlődő országokra is.

Gaud és szerzőtársai (2007) rámutatnak azonban, hogy a hagyományos regressziós elemzések statikus szemléletűek, így nem képesek az STT egy fontos aspektusának, a tőkeáttétel kiigazítására irányuló (dinamikus) viselkedésnek a megragadására. A vizsgálat egy alkalmasabb módszere a vállalat hitel-részvény közötti választásainak elemzése amellel a feltételezés mellett, hogy a tőkeáttétel optimális szintje létezik és mértéke meghatározható. A legfrissebb kutatások közül több szerző (pl. Hovakimian és társai (2001), Gaud et társai (2007) ill. Kayhan és Titman (2007)) alkalmazza ezt a megközelítést a vállalati motivációs tényezők vizsgálatára a finanszírozási tranzakciók melletti döntés tekintetében. Ezzel a módszerrel lehetővé válik a megcélzott tőkeáttétel felé történő elmozdulás igazolása, amely az átváltásos-elmélet egyik sarkalatos pontja, miközben a módszerben az optimális tőkeáttétel meghatározásán keresztül az elmélet konvencionális vállalati és piaci tényezőinek (amennyiben értelmezhető) tesztelése is hangsúlyt kap.

Kutatásaink során a fenti dinamikus módszert alkalmaztuk az átváltásos-elmélet érvényességének vizsgálatára a KKE országok vállalatainak körében, amely megközelítésmódot legjobb tudomásunk szerint korábban más még nem alkalmazott ezen országok körére, még kevésbé egy zártkörű vállalatokból összeállított hasonló méretű vállalati mintára. A komplex kvantitatív módszert kiegészítve ismereteink bővítése céljából egy kérdőíves felmérésen keresztül is megvizsgáltuk a tőkeáttétel megcélzott értékére vonatkozó vállalati preferenciákat és a döntések mozgatórugóit. Az általunk alkalmazott kérdőív az először Graham és Harvey (2001) által USA-beli vállalatok körében végzett kutatás anyagára épül, amely kérdőívet később Brounen és szerzőtársai (2006) fejlett nyugat-európai országokra is megvizsgáltak. Vizsgálati mintánk nagysága mindkét kutatással összemérhető. A felhasznált kérdőívet, tudomásunk szerint sem teljességében, sem részeiben korábban még nem vizsgálták a közép- és kelet-európai régióra.

## **II.2. A hierarchia-elmélet**

Az átváltásos-elmélet alternatívájaként az 1980-as évekre teljesedett ki a hierarchia-elméletnek nevezett megközelítés – többek között – Myers (1984), illetve Myers és Majluf (1984) munkássága nyomán. Az elmélet (angolul *pecking order theory* vagy *POT*) megkérdőjelezi a tőkeszerkezet optimális szintjének létezését, és e helyett a megfigyelt D/E arányt az időben egymást követő döntések sorozata eredményének tekinti, amely döntések meghozatala során a finanszírozási költségek minimalizálására törekvő vállalatot feltételez. A tőkeforrások közötti választást (döntést) a bennfentesek (vállalat vezetői, menedzserek) és a külsős szereplők (részvényesek, hitelezők, egyéb befektetők) között fennálló aszimmetrikus informáltság költségei határozzák meg. A POT szerint a menedzserek számára „legolcsóbb” forrás a visszatartott nyereség, amelynek kereteit maximálisan kimerítik mielőtt a következő legolcsóbb forrás, a külső hitel bevonása mellett döntenének. A vállalat D/E mutatója tehát akkor nő, amikor a vállalat cash flow termelőképessége nem elégséges kifizetései (osztalék, beruházások stb.) fedezetére, és akkor csökken, amikor ez a viszony fordított.

A POT tehát a finanszírozási döntések információs hatására és az aszimmetrikus informáltság létezésére visszavezethetően a források hierarchiáját feltételezi, amelyben a belső források mindig megelőzik a külső forrásokat, míg ez utóbbiak közül a hitel típusúak megelőzik a saját tőke típusúakat.

A hierarchia-elmélet által motivált vállalati viselkedés kevésbé egyértelműen tesztelhető, mint láttuk azt az STT esetében. Az első kutatók, élükön Myers-szel (1984), a forrásbevonás egyszerű statisztikai mutatóiból kiindulva jutottak arra a megállapításra, hogy a visszatartott

nyereség messze a legdominánsabb forrás a vállalatok finanszírozásában, amelyet a hitel típusú források követnek, miközben a nettó külső részvényesi tőke bevonása aggregált szinten akár nulla alatt is maradhat egy adott időszakban. Több mint egy évtizeddel később, Shyam-Sunder és Myers (1999) modellje számszakilag vizsgálható keretbe helyezi a POT-t azzal, hogy a vállalatok forráshiányát definiálva statisztikai kapcsolatot feltételez a vállalatok nettó hitelfelvételének és forráshiányának mértéke között. A szerzők eredményei erős bizonyítékot mutattak a POT mellett 157 olyan amerikai tőzsdei cég adataira alapozva, amelyek részvényeivel 1971 és 1989 között folyamatosan kereskedtek. Több kutató ehhez nagyon hasonló finanszírozási mintát igazolt az 1980-as években tőzsdei vállalatok körében, miközben az elmélet magyarázóerejének jelentős visszaeséséről számoltak be a rákövetkező időszakban (1990 után, lásd többek között Frank és Goyal (2003), Seifert és Gonenc (2008)). A fejlett európai országok körében Mulkey és Sassenou (1995) a francia, Michaelas és társai (1999) a brit, míg Sanchez-Vidal és Martin-Ugedo (2004) a spanyol zártkörűen működő kis- és középvállalatok körében talál bizonyítékokat a POT érvényessége mellett.

Az általunk alkalmazott, Hovakimian és szerzőtársai (2001) által bevezetett, a hitel és részvény közötti választás meghatározó tényezőire fókuszáló két lépcsős modell az STT érvényessége mellett a hierarchia-elmélet megállapításainak teszteléséhez is megfelelő keretet nyújt. Ezen felül a kérdőíves felmérésünk a POT vonatkozásában is a legközvetlenebb és legkevésbé torzított eszköznek tekinthető a tőkeszerkezeti döntések valós és döntő szempontjainak vizsgálatára, ennek megfelelően számos kérdést intézünk az elmélet alkalmazásával kapcsolatban a régiós vállalatok pénzügyi vezetőihez.

A bemutatott kvantitatív megközelítésre építő és a kérdőíves vizsgálatainkkal fel kívánjuk mérni az átváltásos- és a hierarchia-elmélet magyarázóerejének erősségét a KKE régió kis- és középvállalatainak finanszírozási döntéseiben a 2000-es évek időszakában. Vizsgálatunkkal az elméletek időbeli konzisztenciájára is válaszokat kerestünk. Mind a nagymintás, mind a kérdőíves elemzéshez a minta alapsokaságát és az adatok forrását a Bureau van Dijk Amadeus adatbázisa szolgáltatta (lásd még Desai és társai (2003), Hutchinson és Xavier (2006)).

### **III. ELEMZÉSEK ÉS EREDMÉNYEK**

#### **III.1. A hitel-tőke választás**

A hitel-részvény közötti választás elemzését egy időben dinamikus modell segítségével végeztük a 2002 és 2007 közötti időszakban a KKE régió 11 országának bevonásával.

Modellünk a megcélzott tőkeáttételhez való vállalati igazodásra koncentrálna. Azt teszteljük tehát, hogy amikor a régiós KKV-k egy adott forrás bevonásáról vagy visszafizetéséről döntenek, akkor a megcélzott tőkeáttételük irányába mozdulnak-e el, vagy attól eltérően, más preferenciák mentén határoznak a tőkeszerkezetük megváltoztatásáról. Az igazodás vizsgálata megköveteli a tőkeáttétel célértékének meghatározását, amelyet Hovakimian és szerzőtársai (2001) modelljéhez hasonlóan becslés útján állítottunk elő, ezzel két lépcsőssé alakítva a vizsgálatot. A régió országaira, mint egyetlen homogén országcsoportra tekintünk, amelyben egy közös modellel vizsgáljuk az igazodás érvényességét.

Az első lépcsőben a tőkeáttétel nagysága és a meghatározónak tartott változók közötti kapcsolat felmérésével azon tényezők leválogatását kíséreltük meg, amelyek a tőkeáttétel célértékének becsléséhez használhatók fel. Mivel a két konkurens elmélet közül csak az STT feltételez egy fix horgonyként funkcionáló tőkeáttételt, a TOBIT regresszió futtatásával leválogattuk azokat a változókat, amelyek szignifikánsan, és az STT következtetéseivel megegyező módon hatottak a tőkeáttételre, majd a megcélzott tőkeáttétel becslőfüggvényéhez rendeltük őket (1. táblázat, C panel). Ezzel szemben azokat a változókat, amelyek a POT feltételezéseivel azonos kapcsolati irányt és/vagy az STT-vel ellentétes logikát mutattak, a hitel optimális szintjének becslése helyett a hitel és részvény tranzakciók egyenleteihez rendeltük hozzá (második lépcső regressziós egyenletei).

Miután az első lépcsőben az STT alapján „leszűkített” változók felhasználásával becslést adtunk a tőkeáttétel optimálisnak vélt szintjére – megengedve az optimum évenkénti igazodását –, vállalat-év szinten számolhatóvá vált a mintaelemek optimális tőkeáttételtől való pillanatnyi eltérése, amely különbség az elemzés második lépésében a modell legfontosabb magyarázó változója lesz az egyes finanszírozási források bevonása/visszafizetése tekintetében. Ezt kiegészítettük azon magyarázó változókkal, amelyek várakozásaink szerint a hierarchia-elmélettel összhangban a hitel és részvény közötti választást befolyásolják, és nem voltak konzisztensek az optimális tőkeáttétel feltételezésével.



**Teljes tőkeáttétel regressziója**

Változó	2004					
	Panel A		Panel B		Panel C	
	Koeff.	z-stat	Koeff.	z-stat	Koeff.	z-stat
C	<b>-0.247</b>	-6.24 ***	<b>-0.233</b>	-5.99 ***	<b>-0.166</b>	-4.36 ***
TAX	<b>0.003</b>	0.98	<b>0.003</b>	1.00		
ROA	<b>-0.232</b>	-12.70 ***	<b>-0.234</b>	-12.84 ***		
RISK	<b>-0.003</b>	-0.18				
SIZE	<b>0.032</b>	13.04 ***	<b>0.031</b>	12.89 ***	<b>0.029</b>	11.87 ***
D_SIZE	<b>0.057</b>	7.99 ***	<b>0.058</b>	8.14 ***	<b>0.039</b>	6.27 ***
OI	<b>-0.064</b>	-2.29 **	<b>-0.075</b>	-2.74 ***		
TANG	<b>0.081</b>	7.06 ***	<b>0.078</b>	7.07 ***	<b>0.083</b>	7.58 ***
V_TANG	<b>0.433</b>	9.66 ***	<b>0.441</b>	9.91 ***		
CASH	<b>-0.498</b>	-16.73 ***	<b>-0.499</b>	-16.79 ***	<b>-0.561</b>	-18.74 ***
CASH_1	<b>-0.210</b>	-7.12 ***	<b>-0.209</b>	-7.08 ***	<b>-0.225</b>	-7.60 ***
V_CASH	<b>-0.623</b>	-9.64 ***	<b>-0.621</b>	-9.68 ***	<b>-0.468</b>	-7.48 ***
DEPR	<b>0.214</b>	4.10 ***	<b>0.241</b>	4.84 ***		
V_DEPR	<b>0.066</b>	1.88 *				
INTAN	<b>0.020</b>	0.26				
V_INTAN	<b>0.094</b>	0.58				
ATG	<b>-0.116</b>	-7.04 ***	<b>-0.116</b>	-7.08 ***		
ICE	<b>0.097</b>	1.58	<b>0.102</b>	1.68 *		
D_P	<b>-0.087</b>	-8.38 ***	<b>-0.086</b>	-8.33 ***	<b>-0.083</b>	-8.07 ***
D_HR	<b>0.064</b>	5.77 ***	<b>0.060</b>	7.14 ***	<b>0.069</b>	8.94 ***
D_CZ	<b>-0.028</b>	-2.86 ***	<b>-0.033</b>	-4.66 ***	<b>-0.046</b>	-7.14 ***
D_HU	<b>-0.106</b>	-9.37 ***	<b>-0.112</b>	-12.09 ***	<b>-0.110</b>	-12.57 ***
D_PL	<b>-0.111</b>	-11.63 ***	<b>-0.115</b>	-17.03 ***	<b>-0.126</b>	-20.12 ***
D_SK	<b>-0.005</b>	-0.42				
D_BG	<b>0.018</b>	1.32				
D_EE	<b>0.024</b>	1.86 *	<b>0.019</b>	1.72 *		
D_LV	<b>0.129</b>	10.59 ***	<b>0.124</b>	11.90 ***	<b>0.107</b>	10.35 ***
D_RS	<b>-0.127</b>	-11.97 ***	<b>-0.132</b>	-16.06 ***	<b>-0.130</b>	-16.47 ***
D_MANU	<b>0.029</b>	4.97 ***	<b>0.028</b>	5.21 ***	<b>0.025</b>	4.77 ***
D_CONS	<b>0.048</b>	5.85 ***	<b>0.045</b>	5.94 ***	<b>0.050</b>	6.56 ***
D_WHOLE	<b>0.047</b>	6.91 ***	<b>0.046</b>	7.38 ***	<b>0.039</b>	6.33 ***
D_RET	<b>0.043</b>	5.27 ***	<b>0.041</b>	5.39 ***	<b>0.039</b>	5.21 ***
D_SERV	<b>0.006</b>	0.64				
Átlagos tőkeáttel		0.245				
OLS R-négyzet		20.8%		20.8%		18.9%
McFadden R-négyzet		42.1%		42.0%		38.3%
Akaike info kritérium		0.381		0.380		0.404
HQ kritérium		0.385		0.384		0.406
Megfigyelések száma		18,645				
Cenzorált megfigyelések (bal)		3,538				

**1. táblázat:** A teljes tőkeáttétel becslése a modell független változóin. A teljes tőkeáttétel mértéke egyenlő a hosszú és rövid lejáratú hitelek összegével osztva a hosszú és rövid lejáratú hitelek valamint a saját tőke könyv szerinti értékének összegével. Az A Panel az összes vizsgálat alá volt független változó becslült paramétereit és teszt statisztikáját mutatja. A Panel B a szignifikáns változókra szűkített modell (kiegészítve a TAX és ICE változókkal) újrabecslült paraméterértékeit és tesztstatisztikáját mutatja. A Panel C-ben bemutatott változók azok, amelyek az STT elmélettel konzisztens kapcsolati irányt és erősséget mutatnak.

A második lépcső regresszióiban a finanszírozási események bekövetkezését időben eltolva, a  $t+1$ -ik évben teszteltük a magyarázó változók  $t$ -ik évben megfigyelt és becsült értékeire. A LOGIT-modell függő változói a megvalósuló finanszírozási események lettek, amelyek definiálásában a KKV-k pénzügyi lehetőségeit megragadó helyzetek azonosítására törekedtünk. Ezáltal megkülönböztettük a jegyzett tőke felemelését és leszállítását (a külső részvényesi tőke tranzakciók analógiáján), a rövid lejáratú bankhitel felvételét és visszafizetését (alacsonyabb kockázatú hitel), a hosszú lejáratú bankhitel felvételét és visszafizetését (magasabb kockázatú hitel tranzakciók), valamint a saját tőke jegyzett tőkén kívüli állományának változását (belső források felhasználása illetve kifizetése). A finanszírozási események elemzését a mérlegfőösszeg 5%-t elérő vagy azt meghaladó (lényeges) döntésekre koncentráltuk.

Eredményeink azt mutatják, hogy a vállalati méret és az eszközök tárgyasultságának a foka, amelyek számos korábbi tesztet túléltek, szignifikánsak és pozitívan korrelálnak a tőkeáttétel mértékével a KKE régió vállalatainak körében is, miközben az STT egyéb magyarázó változói nem erősítik meg az optimális tőkeáttételt követő vállalatokról felállított elméletet (1. táblázat, Panel A és B). E szerint a jövedelmezőség és az effektív adókulcs pozitív kapcsolatát a tőkeáttétellel elvetjük csakúgy, mint a nem hiteljellegű adópajzsok és az üzleti kockázat negatív kapcsolatát. Ezzel szemben az ország-specifikus tényezők szerepe a tőkeáttétel megválasztásában kimutatható, de ezek hatása összességében gyengébb, mint amit Booth és szerzőtársai (2001) fejlődő országokra vonatkozó tesztjükben mérnek; azaz a régiós KKV-k döntési mechanizmusa homogénebbnek mutatkozik, mint az az átlagos fejlődő országok esetében tapasztalható.

Az átváltásos-elmélet magyarázó változóinak átlagosan gyenge szereplése ellenére (az elmélet szerint az eladósodás legfontosabb hozadékát és költségeit reprezentáló változókat vetettük el) 2002 és 2006 között a tőkeáttételt magyarázó releváns változók figyelemre méltó állandóságát találjuk, mind a teljes, mind pedig a hosszú lejáratú tőkeáttétel esetén. Modellünk speciális időbeli fejlődést mutat, amelyben a hagyományos változók magyarázó ereje 2002 és 2006 között folyamatosan nő, miközben az ország-specifikus hatásokat tükröző dummy változók magyarázóereje csökken. Az  $R^2$  számított értéke 30,5%-ról (2002) 54,4%-ra nő (2006). A fentiek alapján a következőket fogalmazzuk meg:

***A régiós vállalatok tőkeszerkezeti döntéshozatala hasonló elméleti megfontolások alapján történik, mint a legfejlettebb országokban. A tőkeszerkezet meghatározónak tartott tényezőinek erőssége az idő múlásával egyre erősödik, miközben az ország-specifikus hatások erőssége***

***csökken. Összességében a tőkeszerkezet-elméleti modellek leíróképessége a régiós vállalatokra folyamatosan növekszik.***

Elemzésünk második lépcsője további bizonyítékot szolgáltat az átváltásos-elmélet általános bukása mellett azzal, hogy az optimális tőkeáttételtől számított eltérés mértéke nem konzisztens a vállalatok megfigyelt finanszírozási döntéseivel. Az optimálisnál alacsonyabb hitelállománnyal működő vállalatok egyértelműen nem törekszenek hitelállományuk növelésére oly módon, ahogy azt az STT alapján várni lehetne. Ezzel ellentétben a jövedelmezőség és a hitel-visszafizetési döntések között szignifikáns pozitív kapcsolat mutatható ki, amely egybeesik a POT várakozásaival. A visszatartott nyereség és a külső hitel általi finanszírozás preferencia-sorrendjét vizsgálva egyértelmű bizonyítékok látszódnak a hierarchia-elmélet általános követése mellett. Elmondható továbbá, hogy az effektív adókulcs irrelevanciája, amely az STT-ben központi magyarázó változó, látványos és mind a tőkeáttétel tapasztalati szintjét, mind pedig a hitel-tőke közötti választást tekintve erősen megkérdőjelezi az eladósodás adózási szempontjainak mérlegelését a finanszírozási döntésekben.

Nem mond ellent az átváltásos-elméletnek ugyanakkor, és egybeesik a hierarchia-elmélet komplex megközelítésével az a más országokban is megfigyelhető viselkedési minta, amelyet az optimálisnál magasabb tőkeáttétellel működő KKV-k esetében az eltérés mértéke és a hitelek visszafizetéséről hozott döntés közötti pozitív kapcsolatként azonosítunk. E szerint a túlzottan eladósodott vállalatok finanszírozási döntéseikben igyekeznek az optimum felé elmozdulni, azaz csökkentik hitelállományukat, de ez a célkövetés egyértelműen egyoldalúnak tekinthető, azaz ellenkező előjellel nem érvényes. A POT aszimmetrikus informáltságra építő logikájával konzisztensnek értelmezhető az az eredményünk is, mely szerint kimutatható egyfajta „tanulási hatás” a vállalatok és a külső hitelezők között a múltbeli partnerségre alapozva, amely pozitívan hat a vállalatok további hitelfelvételi kedvére (rövid lejáratú hitelek esetében). Ezzel szemben a hierarchia-elmélet szigorú rendjének ellentmond, hogy az optimálisnál alacsonyabb tőkeáttétellel működő, azaz elméletileg nagyobb további hitelkapacitással rendelkező vállalatok inkább a hosszabb lejáratú hitelek felvételét részesítik előnyben a rövid lejáratú hitelek rovására. Összefoglalóan azt állítjuk, hogy:

***A KKE régió kis és közepes vállalatainak körében gyenge a tőkeáttétel célkövetése, azaz elvetjük az átváltásos-elmélet általános érvényességét. Ezzel szemben a nagy információs***

*aszimmetriával működő vállalatok körében a hierarchia-elmélet alkalmazása széles körben érvényesül.*

*A régiós KKV-k a tőkeáttétel gyenge általános célérték-követése ellenére a tőkeáttétel tekintetében egy egyoldalú felső korláthoz erősen igazodnak.*

### **III.2. Finanszírozás a gyakorlatban**

A számviteli adatokra építő elemzések hátulütője, hogy a döntéshozók preferenciáit, és így a tőkeszerkezet-elméletekhez való személyes viszonyát ez a megközelítésmód csak korlátozott sikerrel képes megragadni. Ennek az oka az, hogy az alternatív elméletek a számviteli adatok alapján nem választhatók minden esetben élesen külön, elég csak a tőkeáttétel önkéntes felső korlátozására gondolni, amely mind a POT, mind pedig az STT alapján magyarázható viselkedési minta. Más szóval a pénzügyi adatokból kiolvasható tendenciák és kapcsolati irányok nem minden esetben azonosítják egyértelműen a finanszírozási döntések mögött meghúzódó preferenciarendszert. A megközelítésmód másik hátránya, ahogy Brounen és társai (2006) is kiemelik, az, hogy egy elmélet érvényessége csak annyira tesztelhető megbízhatóan pénzügyi mutatókon keresztül, amennyire a pénzügyi mutatók, mint proxy változók megbízhatóan ragadják meg az elmélet összefüggéseit.

A tesztelés fenti hátulütői küszöbölhetőek ki egy kérdőíves felméréssel, amelyben a döntés meghozatalára jogosult vagy abban résztvevő személy(eke)t kérjük fel válaszadásra a döntésük mögött meghúzódó elméleti összefüggésekről. Kutatásunk része ez a ritkábban alkalmazott technika, amely során nagy mértékben támaszkodtunk Graham és Harvey (2001) amerikai tőzsdei és privát vállalatokra koncentrált kutatására, de azt kiegészítettük a régió vállalatainak finanszírozást tekintve releváns tényezőkkel is (pl. a faktoring és a lízing szerepével). Az általunk alkalmazott kérdőívet olyan szerkezetben és tartalommal állítottuk össze, hogy a kérdések és válaszok alapján eredményeink akár közvetlenül is összevethetők legyenek a korábbi hasonló kutatások eredményeivel. Graham és Harvey 392 elemű mintán végzett vizsgálata mellett Brounen, de Jong és Koedijk (2006) szintén használta a kérdőívet négy nyugat-európai ország 313 vállalatának megkérdezésére, így kapott következtetéseink mindkét régió eredményeivel összevethetők.

A kérdőív felmérését egy közvélemény-kutató intézet szakértőinek bevonásával telefonon végeztük el, a KKE régió tíz országának 498 vállalatára kiterjedően, 2008 folyamán. Az általunk összeállított angol nyelvű kérdőívet a vizsgálatba bevont országok anyanyelvére lefordítottuk, és a telefonos interjúkat a vállalat pénzügyi/gazdasági vezetőjével annak

anyanyelvén bonyolítottuk le. A vállalati minta szerkezetét úgy alakítottuk ki, hogy az reprezentatív legyen a régióra nézve, így összetétele tükrözi az alkotó országok relatív gazdasági teljesítményét. A minta ezáltal alkalmas arra, hogy a régió egészére vonjunk le belőle következtetéseket az elméletek érvényességéről – ezúttal is feltételezve a régió országainak homogenitását –, míg az országok szintjén csak a legnagyobb gazdaságok esetében rendelkezünk elégséges mintaszámmal következtetések megfogalmazásához.

	CEE	CZ	HU	PL	RO										
Mintasám	498	72	73	180	68										
A részvények hány százalékát tulajdonolja összességében															
<5%	67.8	77.1	71.2	87.3	23.9										
5-10%	4.2	2.9	0.0	4.9	1.5										
10-20%	5.8	1.4	3.0	1.4	14.9										
>20%	22.2	18.6	25.8	6.3	59.7										
Értékelje fontosságuk szerint 1-től 4-ig terjedő skálán az alábbi finanszírozási lehetőségeket egy új beruházás	Fontosság Al. Magas	Átlag	Fontosság Al. Magas	Átlag	Fontosság Al. Magas	Átlag	Fontosság Al. Magas	Átlag	Fontosság Al. Magas	Átlag					
visszatartott nyereség	26.9	73.1	2.97	47.8	52.2	2.55	34.3	65.7	2.79	19.6	80.4	3.18	22.1	77.9	3.01
meglévő eszközökben lekötött források felszabadítása	43.1	56.9	2.56	53.0	47.0	2.39	59.2	40.8	2.15	41.9	58.1	2.65	40.0	60.0	2.55
hitelfelvétel, kötvénykibocsátás	50.0	50.0	2.51	73.5	26.5	1.91	35.7	64.3	2.94	57.2	42.8	2.30	35.3	64.7	2.87
átváltoztatható kötvény kibocsátása	86.8	13.2	1.48	95.5	4.5	1.21	98.6	1.4	1.16	85.9	14.1	1.48	79.4	20.6	1.75
friss tulajdonosi tőke bevonása	66.3	33.7	2.04	78.3	21.7	1.71	77.5	22.5	1.75	63.5	36.5	2.17	61.8	38.2	2.10
Van-e megcélzott értéke a tőkeáttételnek?															
igen	26.7		14.1			27.7			38.1					18.2	
nem	73.3		85.9			72.3			61.9					81.8	
Ha „igen”, akkor															
gyakran és tartósan eltérünk tőle	16.4		28.6			29.4			6.6					30.0	
ritkán térünk tőle el	44.0		28.6			11.8			45.9					50.0	
szigorúan betartjuk	39.7		42.9			58.8			47.5					20.0	
Egyébként mi a célérték (hozzávetőleg) ?															
	37.8		44.4			18.3			45.6					16.9	
A vállalkozás finanszírozásában él az operatív lízing nyújtotta lehetőségekkel?															
igen	46.7		50.7			34.2			54.8					25.0	
nem	53.3		49.3			65.8			45.2					75.0	
Visszatartja-e a vállalat szabad forrásainak egy részét olyan időszakokban, amikor nincs új jelentősebb beruházási lehetőség a „láthatáron”?															
igen	42.7		46.5			52.9			36.5					57.4	
nem	57.3		53.5			47.1			63.5					42.6	
Folyamodott-e az elmúlt 3 évben a vállalkozás új hitelért és/vagy pénzügyi lízingért?															
igen	69.2		59.7			72.2			64.4					86.8	
nem	30.8		40.3			27.8			35.6					13.2	
Ha „igen”, akkor a kérelme(ít)															
mindig megítélték	94.1		90.7			92.3			93.0					96.6	
mindig megtagadták	1.2		0.0			3.8			0.9					1.7	
néha megítélték, néha megtagadták	4.7		9.3			3.8			6.1					1.7	
Mennyire fontosak az alábbi tényezők a társaság hitelállományának kialakításánál?															
a finanszírozandó eszközök által megtermelt jövedelem né	26.3	73.7	2.98	30.8	69.2	2.86	44.6	55.4	2.57	25.0	75.0	2.94	22.1	77.9	3.28
az iparágban szokásos, vagy néhány versenytárs átlagos	57.5	42.5	2.27	39.3	60.7	2.54	76.9	23.1	1.68	64.9	35.1	2.18	50.0	50.0	2.52
a pénzügyi nehézségek (esetleges csőd) költségei	44.9	55.1	2.55	50.8	49.2	2.46	61.8	38.2	2.12	46.2	53.8	2.47	20.9	79.1	3.15
a társasági adókulcs mértéke	49.9	50.1	2.44	61.7	38.3	2.20	76.1	23.9	1.79	51.6	48.4	2.46	30.9	69.1	2.82
az amortizáció és egyéb, nem-hitel típusú „adóelkerülő”	44.0	56.0	2.57	59.7	40.3	2.16	55.2	44.8	2.28	34.6	65.4	2.78	41.8	58.2	2.63
Adott egy kiváló beruházási lehetőség, amely a jelenlegi eszköz- és forrásszerkezet mellett megvalósíthatatlan, mit															
eltérne a jelenlegi forrásszerkezettől	51.2	48.8	2.45	53.0	47.0	2.36	31.9	68.1	2.88	66.7	33.3	2.09	29.2	70.8	2.97
csökkentené az osztalékot	44.5	55.5	2.59	68.7	31.3	1.91	52.2	47.8	2.45	38.8	61.2	2.78	28.8	71.2	2.92
megváltoztatná eszközei szerkezetét	42.9	57.1	2.56	39.7	60.3	2.54	47.1	52.9	2.37	44.3	55.7	2.56	43.9	56.1	2.59
lemondana a befektetési lehetőségről	66.7	33.3	2.11	62.7	37.3	2.10	75.4	24.6	1.87	59.2	40.8	2.32	84.8	15.2	1.86
Ha tehát lemondana erről a kiváló beruházási lehetőségről, miért (milyen indokkal) tenné ezt?															
ne bővüljön a tulajdonosok köre	42.6	57.4	2.69	62.5	37.5	2.08	52.9	47.1	2.35	39.2	60.8	2.81	40.0	60.0	2.60
elkerülni a komolyabb eladósodottságot	32.1	67.9	2.87	28.0	72.0	2.92	16.7	83.3	3.06	36.0	64.0	2.79	10.0	90.0	3.00
az új tulajdonosok túl olcsón szereznének így részesedés	54.5	45.5	2.35	50.0	50.0	2.38	68.8	31.3	1.81	55.9	44.1	2.40	50.0	50.0	2.60
reménytelen friss tulajdonosi tőkéhez jutni	50.0	50.0	2.41	56.5	43.5	2.30	70.6	29.4	2.00	50.0	50.0	2.46	10.0	90.0	3.20
reménytelen hitel szerezni	58.1	41.9	2.25	72.0	28.0	1.92	93.8	6.3	1.44	52.1	47.9	2.41	10.0	90.0	3.20
nem tudná visszafizetni a hitelt a társaság	50.6	49.4	2.42	53.8	46.2	2.35	52.9	47.1	2.12	55.7	44.3	2.39	20.0	80.0	3.10

**2. táblázat: Kérdések és válaszok a kérdőíves felmérésből (részletek). A szerepeltetett értékek az első blokkban (CEE) a teljes mintára, a 2-5. blokkokban az egyes országokra vonatkoznak. A fontosság/valószínűség 'Átlag'**

értékek a kapott válaszok mintaátlagát mutatják, míg az eloszlás alakulása az 'Alacsony' (1 és 2 minősítés részaránya) és 'Magas' (3 és 4 minősítés) fontosság/valószínűségi kategóriákba sorolás alapján látható.

A kérdőív első részében (2. táblázat) vállalat-specifikus tulajdonságokra kérdeztünk rá többek között a menedzseri tulajdonlás részarányáról, a domináns vállalati kultúra eredetéről, illetve a részvényesek és a menedzserek legfontosabb célkitűzéseiről (a táblázatban nem kerülnek közlésre). A második blokk 12 kérdésének fókuszába a finanszírozási gyakorlatot, és az azt meghatározó menedzseri preferenciákat helyeztük. Ez a legközvetlenebb módszer annak tesztelésére, hogy a régió pénzügyi döntéshozói ténylegesen a finanszírozási elméletekben felállított logikát követve döntenek a tőkeszerkezet kérdésében. A kérdések és a válaszok szerkezete sok esetben a „*Mennyire fontos az Ön vállalata számára...*” és a „*Mit tenne abban az esetben, ha...*” felépítést követi, amely különösen alkalmas a motivációs szempontok fontossági sorrendjének megragadására, és a rögzített helyzetekben követett preferenciák feltérképezésére, éppen ahogy több esetben a POT és az STT logikája is sugalmazza azt.

Vizsgálódásaink során tovább merészkedtünk a menedzserek finanszírozási döntési gyakorlatának felmérésénél, és a szóban kinyilvánított intuíciók és állásfoglalások teljesülését, konzisztenciáját kvantitatív módszertan segítségével is tesztnek vetettük alá.

A menedzserek szóbeli állásfoglalása megerősíti az eladósodottság kérdésében a társasági adózási megfontolások, a nem hiteljellegű adópajzsok és az üzleti kockázatok másodlagos szerepét, azaz az átváltásos-elmélet központi tényezőinek a gyengeségét. A társasági adókulcs nagysága a hitelfelvétel nagyságának meghatározásában a menedzserek szemében mérsékelten fontos (50% mondja azt 3 vagy 4-es fontosságúnak) és csak a negyedik legfontosabb a felkínált alternatívák között 2,44-es átlagos fontossági mutatóval. Az esetleges pénzügyi nehézségek illetve csőd költségei hasonlóan szerepelnek 55%-os fontossági aránnyal és 2,55-ös átlagos értékkel. A nem hiteljellegű adóelkerülő megoldások szerepe hasonlóképpen mindössze átlagosan fontos a hitelfelvétel melletti döntések során.

A menedzserek válaszai ezzel szemben egyértelműen megerősítik, hogy a beruházási és a finanszírozási döntések a régió vállalatainak mindennapi gyakorlatában nem függetlenek egymástól, mert a hitelek melletti döntésben mindenekelőtt és magasan az eszközök által megtermelt szabad cash flow mértéke a leginkább lényeges szempont (átlagos fontosság: 2,98). A megkérdezett vállalatok 74%-a vallotta ezt a szempontot legalább fontosnak, amely messze magasabb érték, mint bármely más tényező esetében. Ez a kapcsolat a régió országaira általánosan érvényesnek mondható, miközben az átváltásos-elmélet szempontjainak erősségében az egyes országok között tapasztalhatóak kisebb eltérések.

A fenti preferenciákkal egybecsengő módon, mindössze a megkérdezett vállalatok 27%-a nyilatkozta azt, hogy kitűzött magának egy megcélzott tőkeáttételi szintet, amelyhez mindössze az érintett vállalatok 40%-a ragaszkodik szigorúan, azaz elmondható, hogy az összes vállalat hozzávetőleg 10%-ra jellemző csak a tőkeáttétel szigorú célérték-követésének a gyakorlata. Az egyes országos mintákat tekintve a lengyelországi vállalatok esetében találtunk a legnagyobb arányban megcélzott tőkeáttételt követő cégeket 38%-os aránnyal, amelyet a magyarországi, a romániai és végül a csehországi cégek követtek a sorban 14%-os részaránnyal. A tőkeszerkezet rögzítésében az országok között tapasztalt jelentős részarány-különbségek meglepő eredménynek mondhatók, kiváltképp, ha figyelembe vesszük azt, hogy a pénzügyi döntéshozók meglehetősen homogén módon ítélték meg az egyes országokban az átváltásos-elmélet legfontosabb szempontjainak fontosságát.

Eredményeink megmutatják, hogy új beruházások finanszírozása esetén a legfontosabb finanszírozási forrásnak a belsőleg képződött (szabad) forrást tekintik a vállalatvezetők, ami a hierarchia-elméletet erősítő eredmény. A források további sorrendjét elemezve látható, hogy ezt követően a menedzserek mérlegelik az eszközportfólió átalakításának lehetőségét a források felszabadítása érdekében, majd hitelt vesznek fel, végül pedig hajlanak a külső részvényei forrás bevonására. Az átváltoztatható források egyértelműen nem fontosak a finanszírozásban. Az általunk talált hierarchia így illeszkedik Myers és Majluf (1984) elméletéhez, és ellentmond azon korábbi empirikus eredményeknek (Delcoure (2007), Nivorozhkin (2002, 2004)), amelyek a régióban a rendszerváltás utáni időszakban súlyos hitelszűke fennállását mutatták ki, és a külső részvényesi tőke hitelnél fontosabb szerepére következtettek a finanszírozási hierarchiában.

Megerősítve ez utóbbi következtetést az eredményeink azt sugallják, hogy a 2000-es évek végére a régiós országok vállalatai számára a hosszú távú hitelforrások hozzáférhető és tényleges forrásbevonási alternatívát jelentenek, így a finanszírozási források hierarchiája a fejlett országokban megfigyelhető minta irányába mozdulhatott el. A 2. táblázatban látható, hogy a vállalatok közel 70%-a válaszolt igennel arra a kérdésre, hogy „*Folyamodott-e az elmúlt 3 évben a vállalkozás új hitelért és/vagy pénzügyi lízingért?*”, ami figyelemre méltóan magas arány, még akkor is, ha a pozitív válaszok egy jelentős száma valószínűsíthetően a rövid lejáratú forrásbevonásra vonatkozott. Összegezve tehát,

***A 2000-es évek közepe-végére a korábbi hitelszűke problémája a régióban jelentősen enyhült, amelynek eredményeként nem érvényes többé az a korábban dokumentált anomália (Nivorozhkin (2002), Delcoure (2007)), amely szerint a fejletlen hitelpiacok és gyenge***

***intézményi háttér mellett a hierarchia-elméletben helyet cserélnek egymással a külső hitelezői és a külső részvényesi források.***

A kvantitatív adatokra építő regressziós elemzés megerősíti, hogy az átváltásos-elmélet konvencionális magyarázó változói nem jutnak jelentős szerephez a régiós vállalatok finanszírozási döntései során, míg a hierarchia-elmélet szempontjai láthatóan érvényesülnek. Ez az eredmény összecseng a kérdőívben kapott válaszokkal, így megalapozottan gondolhatjuk, hogy a vállalatvezetők ténylegesen az általuk kinyilvánított preferenciák mentén döntenek a finanszírozási kérdésekben.

A feldolgozott kérdőíveket részmintákra bontva azt is megvizsgáltuk, hogy a rögzített tőkeáttétellel rendelkező vállalatok körében vajon erősebbnek mutatkoznak-e az átváltásos-elmélet szempontjai, mint az azzal nem rendelkezők körében, és regressziós eredményeink azt mutatták, hogy kimutatható ilyen hatás, de ez nem mondható erősnek. A részmintákra bontással azt találjuk, hogy a tulajdonosi és menedzseri szerepek összefonódása/szétválása egy vállalatban jelentős hatást gyakorol a finanszírozási politikára, miközben nem gyakorol jelentős hatást a domináns menedzseri kultúra eredete (hazai vagy külföldi). A tulajdonos-menedzseri szerepek erősebb összefonódása és a tőkeáttétel rögzítésére irányuló szándék között statisztikai értelemben szignifikáns (5%-os szinten) negatív kapcsolat mérhető (amibe a rögzített hitel-részvény arány szigorú célkövetése is beleértendő), míg a hitelpiacokra való kilépés gyakoriságával inkább pozitív kapcsolat mutatható ki. A tulajdonnal nem vagy alacsony arányban bíró menedzsment összességében fegyelmezettebb finanszírozási politikát folytat, amit a külső piacokhoz való fordulás gyakoriságán túl (a hatás 1%-os szinten szignifikáns) az is mutat, hogy ezen menedzserek nagyobb hajlandóságot mutatnak egy-egy értékteremtő beruházás elhalasztására abban az esetben, ha a lehetőség csak a vállalkozás mérlegének jelentős átalakításával valósítható meg. Összefoglalóan tehát:

***Azt találjuk, hogy a régiós vállalatok mindössze kb. egynegyede működik meghatározott tőkeáttétellel, amely vállalatokat jellemzőbben irányítanak tulajdonosi érdekeltséggel nem rendelkező vezetők. A fix tőkeáttétellel nem rendelkező cégek körében ezzel szemben nagyobb a menedzseri tulajdonlás részaránya. Általánosságban azt tapasztaljuk, hogy a tulajdonosi és menedzseri szerepek szétválása erős pozitív kapcsolatban van a finanszírozási szerkezet szigorúbb célkövetésével.***



## HIVATKOZÁSOK

Booth, L. – Aivazian, V. – Demirguc-Kunt, A. – Maksimovic, V. (2001): Capital Structures in Developing Countries. *Journal of Finance*, 56(1): 87-130.

Bradley, M., G. A. Jarrell, and E. H. Kim, (1984), “On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence,” *Journal of Finance*, 39, 857-878

Brounen, D. – de Jong, A. – Koedijk, K. (2006): Capital Structure Policies in Europe: Survey Evidence. *Journal of Banking and Finance*, 30(5): 1409-1442.

Delcours, N. (2007): The Determinants of Capital Structure in Transitional Economies. *International Review of Economics and Finance*, 16(3): 400-415.

Desai, M. A. – Gompers, P. A. – Lerner, J. (2003): Institutions, Capital Constraints and Entrepreneurial Firm Dynamics: Evidence from Europe. NBER Working Paper, No. W10165.

Frank, M. Z. – Goyal, V. K. (2003): Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2): 217-248.

Gaud, P. - Hoesli, M. – Bender, A. (2007): Debt-equity Choice in Europe. *International Review of Financial Analysis*, 16(3): 201-222.

Graham, J. R. – Harvey, C. R. (2001): The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3): 187-243.

Hovakimian, A. – Opler, T. – Titman, S. (2001): The Debt-equity Choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1): 1-24.

Hutchinson, J. – Xavier, A. (2006): Comparing the Impact of Credit Constraints on the Growth of SMEs in a Transition Country with an Established Market Economy. *Small Business Economics*, 27(2-3): 169-179.

Kayhan, A. – Titman, S. (2007): Firms’ Histories and their Capital Structures. *Journal of Financial Economics*, 83(1): 1-32.

Long, M. S. – Malitz, I. B. (1985): The Investment-financing Nexus: Some Empirical Evidence. *Midland Corporate Finance Journal*, 3: 53-59.

Michaelas, N. – Chittenden, F. – Poutziouris, P. (1999): Financial Policy and Capital Structure Choice in UK SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics*, 12(2): 113-130.

Modigliani, F., Miller, M. H. (1958). ‘The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment’, *American Economic Review*, 48, pp. 261-97.

Modigliani, F., Miller, M. H. (1963). ‘Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction’, *American Economic Review*, 53, pp. 433-43.

Mulkay B., Sassenou M., La hiérarchie des financements des investissements des PME, *Revue économique*, Vol. 46, No. 2, Financement de la croissance (1995), pp. 345-363

Myers, S. C. (1984): The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3): 575-592.

Myers, S. C. – Majluf, N. S. (1984): Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187-221.

Nivorozhkin, E. (2002): Capital Structures in Emerging Stock Markets: The Case of Hungary. *The Developing Economies*, 40(2): 166-187.

Nivorozhkin, E. (2004): The Dynamics of Capital Structure in Transition Economies. *Economics of Planning*, 37(1): 25-45.

Rajan, R. G. – Zingales, L. (1995): What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50(5): 1421-1460.

Sanchez-Vidal, J., Martin-Ugedo, J. F., Financing Preferences of Spanish Firms: Evidence on the Pecking Order Theory, 2005, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 25, pp. 341–355

Seifert, B. – Gonenc, H. (2008): The International Evidence on the Pecking Order Hypothesis. *Journal of Multinational Financial Management*, 18(3): 244-260.

Shyam-Sunder, L. – Myers, S. C. (1999): Testing Static Trade-off against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2): 219-244.

Titman, S. – Wessels, R. (1988): The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, 43(1): 1-19.

## **KAPCSOLÓDÓ SAJÁT PUBLIKÁCIÓK**

Hernádi P, Ormos M, (2009): Capital Structure Choice in the Recently Joined EU Member Countries. Morgan Stanley-BME Financial Innovation Centre Kick-off & Workshop, Budapest, June 15<sup>th</sup>, 2009.

Hernádi P, Ormos M (2010): Capital structure and its choice in Central and Eastern Europe. In: Society For The Study Of Emerging Markets - Euroconference 2010: Challenges and Opportunities in Emerging Markets, Milas, Turkey, July 16<sup>th</sup> – 18<sup>th</sup>, 2010 pp. 1-78.

Hernádi P, Ormos M (2010): Determinants of capital structure and its choice in developing Central and Eastern European countries. In: The 8th INFINITI Conference on International Finance: “International Credit and Financial Market Integration: After the Storm?”. Dublin, Ireland, June 14<sup>th</sup>-15<sup>th</sup>, 2010.: pp. 1-40.

Hernádi P, Ormos M (2011): What Managers Think of Capital Structure and How They Act: Evidence from Central and Eastern Europe. In: Aaro Hazak (szerk.) 3rd International Conference on Economies of Central and Eastern Europe: Convergence, Opportunities and Challenges. Tallinn, Estonia, June 12<sup>th</sup>-14<sup>th</sup>, 2011, : pp. 1-26. Paper 20/2. ISBN: 978-9949-430-50-5

Hernádi P, Ormos M (2012): Capital Structure and Its Choice in Central and Eastern Europe. *Acta Oeconomica* 62:(2) pp. 229-263.

Hernádi P, Ormos M (2012): What Managers Think of Capital Structure and How They Act: Evidence from Central and Eastern Europe. *Baltic Journal Of Economics* 12:(2) pp. 47-72.