

BUDAPESTI GAZDASÁGI EGYETEM
PÉNZÜGYI ÉS SZÁMVITELI KAR

SZAKDOLGOZAT

Panda Christopher
Távoktatás
Pénzügy és számvitel
Pénzügy

2018

BUDAPESTI GAZDASÁGI EGYETEM
PÉNZÜGYI ÉS SZÁMVITELI KAR

Tőkeszerkezeti elmélet a gyakorlatban

Belső konzulens: Rékasi Róbert

Külső konzulens: Dr. Gáspárné Dr. Balogh Annamária

Panda Christopher

Távoktatás

Pénzügy és számvitel

Pénzügy


NYILATKOZAT

Alulírott PANDA CHRISTOPHER büntetőjogi felelősségem tudatában nyilatkozom, hogy a szakdolgozatomban foglalt tények és adatok a valóságnak megfelelnek, és az abban leírtak a saját, önálló munkám eredményei.

A szakdolgozatban felhasznált adatokat a szerzői jogvédelem figyelembevételével alkalmaztam.

Ezen szakdolgozat semmilyen része nem került felhasználásra korábban oktatási intézmény más képzésén diplomaszerzés során.

Tudomásul veszem, hogy a szakdolgozatomat az intézmény plágiumellenőrzésnek veti alá.

Budapest, 2019 év 05 hónap 17 nap 
hallgató aláírása

TARTALOMJEGYZÉK

1.	BEVEZETÉS.....	3
2.	TŐKESZERKEZETI ELMÉLETEK	5
2.1.	TRADICIONÁLIS ELMÉLET	7
2.2.	A MODIGLIANI- MILLER TÉTELEK	7
2.3.	A VÁLASZTÁSOS ELMÉLET (TRADE-OFF THEORY)	9
2.4.	ÜGYNÖKELMÉLET (AGENCY THEORY)	11
2.5.	HIERARCHIA ELMÉLET (PECKING ORDER THEORY).....	13
2.6.	CSORDASZELLEM-ELMÉLET	14
2.7.	ÖSSZEZÉS	15
3.	A KUTATÁS MÓDSZERTANA	16
3.1.	ADATOK FORRÁSA	16
3.1.1.	<i>A beszámoló, mint információforrás</i>	17
3.1.1.1.	Mérleg	18
3.1.1.2.	Eredménykimutatás	18
3.1.1.3.	Kiegészítő melléklet.....	18
3.1.2.	<i>Üzleti jelentés</i>	19
3.1.3.	<i>Amadeus adatbázis</i>	19
3.2.	A FELHASZNÁLT MUTATÓSZÁMOK	20
3.2.1.	<i>A vagyoni helyzet elemzése mutatószámokkal</i>	21
3.2.2.	<i>A pénzügyi helyzet elemzése mutatószámokkal</i>	23
3.3.	ÖSSZEZÉS	25
4.	TŐKESZERKEZETI ELEMZÉS HAZAI NAGYVÁLLALATI PÉLDÁKON	26
4.1.	GÉP- ÉS AUTÓIPAR.....	26
4.1.1.	<i>Mercedes-Benz Manufacturing Hungary Kft.</i>	26
4.1.1.1.	A vagyoni helyzet átfogó elemzése	27
4.1.1.2.	A pénzügyi helyzet átfogó elemzése	29
4.1.2.	<i>AUDI HUNGARIA MOTOR Kft.</i>	30
4.1.2.1.	A vagyoni helyzet átfogó elemzése	30
4.1.2.2.	A pénzügyi helyzet átfogó elemzése	32
4.1.3.	<i>Magyar Suzuki Zrt.</i>	33
4.1.3.1.	A vagyoni helyzet átfogó elemzése	33
4.1.3.2.	A pénzügyi helyzet átfogó elemzése	35
4.2.	GYÓGYSZERIPAR	36
4.2.1.	<i>SANOFI-AVENTIS Magyarország Kereskedelmi és Szolgáltató Zrt.</i>	37
4.2.1.1.	A vagyoni helyzet átfogó elemzése	37
4.2.1.2.	A pénzügyi helyzet átfogó elemzése	38
4.2.2.	<i>Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyrt.</i>	39
4.2.2.1.	A vagyoni helyzet átfogó elemzése	39
4.2.2.2.	A pénzügyi helyzet elemzése	41
4.2.3.	<i>TEVA Gyógyszergyár Zrt.</i>	42
4.2.3.1.	A vagyoni helyzet átfogó elemzése	42
4.2.3.2.	A pénzügyi helyzet átfogó elemzése	44
4.3.	TÁVKÖZLÉSI IPARÁG	45
4.3.1.	<i>Vodafone Magyarország Zrt.</i>	45
4.3.1.1.	A vagyoni helyzet átfogó elemzése	46
4.3.1.2.	A pénzügyi helyzet átfogó elemzése	47
4.3.2.	<i>Magyar Telekom Nyrt.</i>	48

4.3.2.1.	A vagyoni helyzet átfogó elemzése	48
4.3.2.2.	A pénzügyi helyzet átfogó elemzése	50
4.3.3.	<i>Telenor Magyarország Zrt.</i>	51
4.3.3.1.	A vagyoni helyzet átfogó elemzése	52
4.3.3.2.	A pénzügyi helyzet átfogó elemzése	54
5.	ÉRTÉKELÉS	55
5.1.	A GÉP- ÉS AUTÓIPAR EREDMÉNYEINEK ÖSSZEGZÉSE.....	55
5.2.	A GYÓGYSZERIPAR EREDMÉNYEINEK ÖSSZEGZÉSE	57
5.3.	A TÁVKÖZLÉSI IPARÁG EREDMÉNYEINEK ÖSSZEGZÉSE.....	58
5.4.	ÖSSZEGZÉS	60
6.	ÖSSZEFOGLALÁS	61
	IRODALOMJEGYZÉK	64

1. Bevezetés

A vállalati pénzügyek egyik szignifikáns témaköre a vállalati tőkeszerkezet. Minden vállalat méretétől függetlenül rendelkezik egy jól megtervezett finanszírozási stratégiával, gyakran több évre előre. A tervezéshez a belső és a külső környezet részletes ismerete szükséges beleértve minden adatot és információt, amely a vállalatra valamilyen módon hatással van. Ez még a legideálisabb esetben sem lehetséges, ezért a vállalatok kénytelenek a rendelkezésre álló tudásra támaszkodni. Ilyen tudásnak számít a vállalati tőkeszerkezetek elméleti háttere is, amely a valóság megfigyeléséből levont általános törvényszerűségek leírását mutatja be, és segít megérteni a gazdaság mikro és makro környezetében végbemenő folyamatokat. Mindazonáltal még nem létezik olyan egységes és univerzális elmélet, amely leírná a tökéletes finanszírozási politikát minden helyzetben. A rendelkezésre álló elméletek bizonyos szempontok szerint közelítik meg a tőkeszerkezeti kérdéseket, és azokra részben adnak megoldást. Ám mindegyik elmélet tartalmaz olyan tulajdonság jegyeket, amelyek a 21. század gazdasági környezetében is fellelhető egyes vállalatok tőkeszerkezetében.

Mindig is kíváncsian szemléltem a vállalatok beszámolóit, minél nagyobb számokkal találkoztam, annál jobban érdekelték a további részletek. Sokszor tettem fel olyan kérdéseket, hogy vajon a mérleg vagy az eredménykimutatás bizonyos adatai milyen jelentőséggel bírnak a vállalat életében. Foglalkoztattak az összefüggések felfedezései, és megértései. Erre néhány tantárgy óráin belül lehetőség adatott, és úgy gondoltam, hogy a szakdolgozatom témájaként is valami hasonlóval szeretnék előállni. Így jutott a döntésem a vállalatok tőkeszerkezeti elméleteinek és azok gyakorlatban való megvalósulásának vizsgálatára, amely kiváló lehetőséget nyújt beszámolók elemzésére és összefüggések keresésére.

A dolgozatom során olyan kérdésekre próbálok választ találni, amelyek aktualitása adott, mivel a szóban forgó elméletek a múlt század közgazdászainak termékei. Őket is hasonlóan érdekelte, hogy vajon milyen törvényszerűségek formálják a vállalatok tőkeszerkezetét, arra milyen hatással vannak a piac különböző szereplői, és van-e mód rá, hogy valamilyen formában megalkossuk a tökéletes tőkeszerkezetet.

Számomra is hasonló kérdések merültek fel. Arra keresek választ többek között, hogy a főbb tőkeszerkezeti elméletek milyen mértékben találhatók meg a vállalkozások beszámolóiban, tehát mennyire kategorizálható egy vállalat által alkalmazott üzletpolitika a tőkeszerkezeti stratégiák alapján. Ehhez Magyarország három jelentősebb iparágán belül fogok vizsgálni összesen kilenc társaságot 2010 és 2015 között. Kutatásommal nemcsak az elméleteket próbálom bizonyítani, hanem a magyar vállalatok tevékenységének vagyoni és pénzügyi vizsgálatát is egy bizonyos mértékig lefolytatom, és az eredményeket összevetem egymással. Kutatásomhoz elsődlegesen a vállalatok beszámolóiból indulok ki, amelyek elégséges információt tartalmaznak a tőkeszerkezeti elméletek gyakorlati vizsgálatához. Felhasználom még az egyetem jóvoltából ingyenesen elérhető Amadeus adatbázist, ahol a vállalatok beszámolóinak adatai rendszerezve, visszamenőleg érhetők el, és sok esetben megkönnyítik a kutatómunka lassabb folyamatait.

A dolgozat szerkezetét a bevezetés és az összefoglalás fejezet között négy részre tagoltam. Az első részben bemutatom a tőkeszerkezeti elméletek közül azokat, amelyek jelentősen hozzájárultak a gazdaságban végbemenő folyamatok megértéséhez. A második részben ismertetem kutatásom felépítését, a felhasznált módszertant, és a vizsgálatomkor alkalmazott mutatószámokat. A harmadik részben terítékre kerülnek a kutatásomhoz választott vállalatok, amelyeknek részletesen feltárom tőkeszerkezetét a felhasznált mutatószámok segítségével. Míg a negyedik részben a bemutatott eredményeket összesítem és értelmezem a tőkeszerkezeti elméletek fényében, úgy, hogy közben az egyes iparágakon belül összehasonlítom a vállalatok adatait.

Legfontosabb célként azt határoztam meg, hogy a jelenlegi ismereteim, a rendelkezésre álló tudásanyag és adatok felhasználásával egy olyan átfogó kutatást vigyek véghez, amely elsősorban a saját tudásomat és tapasztalatomat bővíti, mindazonáltal szem előtt tartva az új ismeretek és összefüggések egy helyen való összefoglalásának jelentőségét.

2. Tőkeszerkezeti elméletek

A finanszírozási stratégia megfelelő kialakítása létfontosságú a gazdasági társaságok jövedelmező működése szempontjából. Minél nagyobb egy gazdasági társaság, annál összetettebb tőkeszerkezeti tervezést igényel, amely a rendkívül széles finanszírozási forrás palettának köszönhetően, igen sok képet ölthet. A bonyolultság és a sokrétűség ellenére, a legtöbb finanszírozási stratégia visszavezethető egy-egy könnyen megérthető elméletre, amelyek - a közgazdaságtan által még ki nem dolgozott optimális tőkeszerkezeti elmélet hiányában - eltérő szempontból közelítik meg az ideális tőkeszerkezeti struktúrát.

A tőkeszerkezeti elméletek alapvető célja annak a kérdésnek a megválaszolása, hogy a meglévő eszközök, milyen összetételű forrásoldallal legyenek szemben állítva, másszóval, a vállalat tulajdonában lévő eszközportfólió finanszírozása az elérhető legkisebb költség és kockázat mellett legyen megvalósítható a részvényesek vagyonának maximalizálása érdekében.

A finanszírozási politika gerincét a tőkeszerkezeti elméletek mellett a finanszírozás elvei adják. Ezek közül is a legfontosabb az illeszkedési elv, miszerint, a vállalat tulajdonában álló eszközök összetétele határozza meg, hogy a vállalat milyen finanszírozási stratégiát választ. Ennek oka, hogy a reáleszközök piaca kevésbé hatékony, mint a pénzügyi eszközöké. Az eszközök fajtája és ára igen széles skálán mozog, sok tényező befolyásolja piacukat, különféle korlátozások és külső hatások alakítják azt, míg a pénzügyi instrumentumok piaca jóval egységesebb és szervezettebb. Az információ gyors áramlása és a piac termékeinek homogenitása nem tesz lehetővé szignifikáns eltérést a piac elemei között, még a piac alapos feltérképezése után sem találhatunk olyan forrásokat, amelyek bevonásával nagyobb nyereséget érhetünk el, mint ha egy másik forrást vontunk volna be. Következésképpen, nagyobb nyereséghez az eszközökbe való beruházások révén lehet jutni, nem pedig alacsonyabb költségű forrásbevonással.

A lejáratil illeszkedési elv az eszközök megtérülése és a források lejáratil közötti összhangot követeli meg, vagyis, hogy a tartósan lekötött eszközöket tartós forrásból, míg az átmenetileg lekötött eszközöket átmeneti forrásból kell finanszírozni. Ezen elv mentén három lényeges finanszírozási stratégiát határozhatunk meg, a konzervatív stratégiát, a szolid stratégiát, illetve az agresszív stratégiát. A két szélsőség a konzervatív és az agresszív stratégia. Míg a konzervatív stratégia biztonságos, kockázatkerülő forrás

struktúrát alakít ki azzal, hogy bizonyos átmeneti eszközöket is tartós forrásokkal fedez, addig az agresszív stratégia kevésbé költséges, de magasabb kockázattal járó gyakorlatot alkalmaz, úgy, hogy tartósan lekötött eszközeinek finanszírozásához átmeneti forrást is bevon. Az előbb említett két ellentétes stratégia átmenete - az illeszkedési elvvel is egybe vágó - szolid finanszírozási stratégia, amely kiegyenlíti a nettó forgótőke és a tartósan lekötött eszközök arányát.

Ugyanúgy érdemes szem előtt tartani a kockázati illeszkedés elvét, amely elvárja az eltérő kockázatú eszközök és források találkozását, így biztosítva azt, hogy a vállalat magas kockázatú eszközei alacsony kockázatú forrásból, úgymint visszaforgatott nyereségből, a vállalat jövőbeni pénzáramából vagy saját tőkéből legyenek finanszírozva, míg az alacsony kockázatú eszközök fedezetül magasabb kockázatú tőke szolgáljon, vagyis idegen tőke (dr. Bozsik Sándor, 2000).

Exportra termelő vállalatok finanszírozási stratégiájának megtervezésénél nem szabad megfeledkezni az árfolyamkockázat mérsékléséről sem. Azokat a gyártásban vagy termelésben részt vevő eszközöket, amelyek produktuma határon túl lesz értékesítve, és emiatt ellenértékük devizában kerül kifizetésre, deviza hitellel érdemes finanszírozni, így csökkenthető az esetleges árfolyamkülönbségből eredő veszteség.

Az optimális tőkeszerkezet kiválasztása a kockázat és a tőkeköltség mérlegelésén túl marketingproblémaként is értelmezhető. A tőkeszerkezet a vállalat által kibocsátott értékpapírok kombinációja, és mivel a vállalat célja idegen tőke bevonásakor a lehető legkedvezőbb hitelkonstrukció elérése, ezért arra kell törekednie, hogy a legvonzóbb értékpapír összetétellel álljon elő, amivel maximalizálhatja a teljes piaci értéket. (Brealey – Myers, 2005)

Miután lefektettem a tőkeszerkezeti stratégia alapelveit és számba vettem az elemi tőkeszerkezeti lehetőségeket, a továbbiakban részletesen bemutatom dolgozatom központi témájául szolgáló, a tőkeszerkezeti döntésekhez kapcsolódó elméleteket. Ezek közül is öt elméletet taglalok, amelyek mind jellemző vagy alapjaiban meghatározó elemei a modern tőkeszerkezeti tervezésnek. Az időrendi sorrend megtartása érdekében a klasszikus Modigliani-Miller tételekkel kezdek, amelyekből bizonyos szempontok figyelmen kívül hagyásával eredeztethető valamennyi, az időben őket követő elmélet. Így bemutatásra kerül a választásos elmélet, a hierarchiaelmélet, az ügynökelmélet, valamint a csordaszellem-elmélet.

2.1. Tradicionális elmélet

A múlt század közepéig, a modern finanszírozási stratégiák hajnalaként aposztrofálható Modigliani- Miller tételek megjelenéséig az általánosan elfogadott tőkeszerkezeti elmélet egészen egyszerű képet festett a finanszírozási stratégiák világáról. A vállalatok idegen tőke és saját tőke közti vívódásának harcát az akkori kor közgazdaszai egyszerűen semlegesítették. Az akkori nézőpont azt tartotta, hogy az adósság és saját tőke arányában létezni kell egy optimális pontnak. Mivel a hitel alapvetően alacsonyabb kockázatot rejt, mint a saját tőke, ezért magasabb hozam várható el tőle, ennél fogva költséghatékonyabb finanszírozási opciót jelent a vállalat számára. Az alacsonyabb tőkeáttétellel rendelkező vállalat részvényesei által elvárt hozam emelkedését kezdetben képes kompenzálni az idegen tőke alacsonyabb költsége. További idegen tőke bevonása azonban nemcsak a tulajdonosok hozamhoz kötött elvárásait fogja növelni, hanem a vállalatnak hitelt nyújtó befektetők hozamelvárásait is magasabb szintre helyezi. Mindezt figyelembe véve, a múlt század eleji álláspont úgy tartotta, hogy az idegen tőke/saját tőke arány növelése a vállalat átlagos tőkeköltségét egy pontig csökkenti, viszont a külső finanszírozás további igénybevétele a tőkeköltség hirtelen megugrásához vezet. Ez azt a következtetést sugallta, hogy kiszámítható egy optimális tőkeáttételi szint a teljes hitelfinanszírozás és a teljes saját tőke finanszírozás között, amellyel a vállalat maximalizálhatja piaci értékét (Illés – Gyulai – Lauf, 2013).

2.2. A Modigliani- Miller tételek

A neves közgazdászpáros által kifejlesztett tételek a szakma klasszikus elméletei, amelyek 60 éves múltra tekintenek vissza. Bár a szerzőpáros munkájának alapjait már 1938-ban lefektette Williams J.B, mindez érdemeikből mit sem von le.

Dolgozatuk célja egy olyan beruházási keretrendszer meghatározása volt, amellyel megállapítható a kockázatos eszközök tőkeköltsége, mindezt a kiszámíthatatlanság szem előtt tartásával. A céljuk megvalósításához, vagyis ahhoz, hogy találjanak egy könnyen használható beruházási szabályt, két lehetséges út vezetett. Az egyik lehetőség a nyereség maximalizálása, míg a másik opció a piaci érték növelése volt. Míg az előbbi a bizonytalanságok miatt nehezen értelmezhető, hiszen kiszámíthatatlan környezetben szinte lehetetlen előre pontosan megmondani, hogy mennyi lesz a vállalat nyeresége,

addig a piaci érték egy könnyen felírható egyenlet része. Ha a vállalat által véghezvitt eszköz vásárlás növeli a saját tőke piaci értékét, akkor a beruházás nyereséges, ellenkező esetben veszteséghez vezet. Ahhoz, hogy ezt a gondolatmenetet tovább lehessen vinni, a közgazdászpáros mindezt egy tökéletes piacra helyezte és olyan sajátos feltételeket szabott meg, amelyek elméleteiket ideális keretek közé zárták. Eszerint tökéletes piacukon a vállalatokat nem terheli sem adó sem tranzakciós költség, a vállalatok által kibocsátott kötvények kockázatmentesek, a tőkepiac teljes és kompetitív, minden piaci szereplő számára költségmentesen ugyanaz a mennyiségű és minőségű információ érhető el.

Tételeik a következők:

- Tökéletes piaci körülmények mellett, bármely cég piaci értéke teljes mértékben független annak tőkeszerkezetétől.
- A tőkeáttételes vállalat részvényeitől elvárt hozam egyenlő a nem tőkeáttételes vállalat részvényeitől elvárt hozam és az adósság miatti kockázatért járó prémium összegével.

Első tételükben a cég piaci értékének kapcsolatát vizsgálják a tőkeszerkezettel. Következtetésük, miszerint a piaci érték teljesen független a tőkeszerkezettől az érték megmaradásának törvényére vezethető vissza. E törvény szerint a vállalat eszközeinek értéke megmarad, függetlenül attól, hogy milyen tőkeszerkezet áll mögötte, vagyis a vállalat értékét annak eszközei határozzák meg, nem pedig tőkeáttételének aránya (Brealey – Myers).

A második tétel azt feltételezi, hogy tökéletes tőkepiacon az eladósodottság alacsony szintjén a vállalat által kibocsátott kötvények lényegében kockázatmentesek. Amint a vállalat újabb hiteleket vesz fel, növekszik a csőd kockázata, és ezért a hitelezők magasabb kamatot várnak el. Ez a folyamat azt eredményezi, hogy a tulajdonosoktól elvárt hozam növekedése fokozatosan lassul, mivel a tőkeáttétel arányának emelkedésével a vállalat üzleti kockázatának egy része átkerül a tulajdonosokról a hitelezőkre, akik cserébe az átvállalt kockázatért magasabb kamatot várnak el. (Illés – Gyulai – Lauf, 2013).

Modigliani és Miller 1963-ban megjelent újabb kiadásukban néhány – már korábban elismert – hiányosságot javítottak ki. Az úgynevezett adópajzs vagy adóelőny jótékony hatása miatt bekerült a képletbe a társasági adó. Magas tőkeáttételes vállalatok,

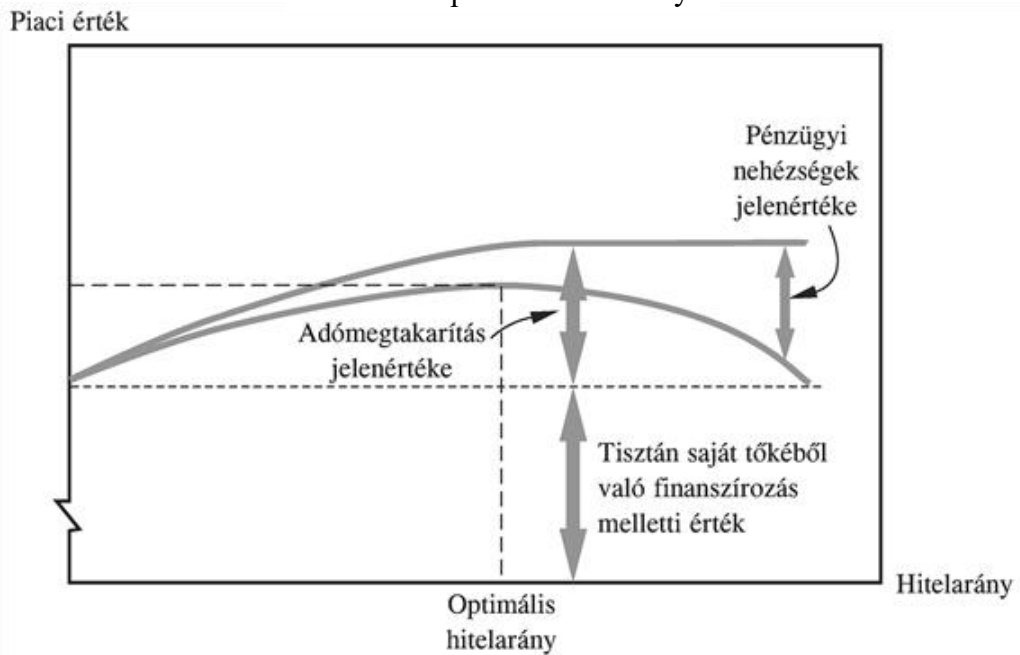
amelyek rendelkeznek akkora jövedelemmel, hogy adót fizessenek, egy értékes eszközhöz jutnak, azáltal, hogy a hitelek után fizetett kamat költségként elszámolható, így csökkentve az adóalapot magasabb jövedelemhez jutnak.

Annak ellenére, hogy tételeik csak egy általuk felvázolt steril gazdasági környezetben értelmezhetők, számottevő elmélet származik a Modigliani-Miller tételekből, amelyek figyelembe veszik a piac valós jellemvonásait és így próbálnak meg választ adni a modern vállalati pénzügy kérdéseire.

2.3. A választásos elmélet (trade-off theory)

A választásos elmélet szerint a vállalat optimális tőkeáttétel aránya a hitelfelvételből származó előnyök, és hátrányok közötti választás határozza meg, a vállalat eszközeit adottnak tekintve. A tőkeáttétel előnye az adópajzson keresztül jelenik meg, vagyis a hitelfelvétel miatt fizetendő kamat adócsökkentő hatásából, míg az idegen tőke negatív hatása egyértelműen a megnövekedett kockázatból származó pénzügyi nehézségek, amelyek akár a vállalat fizetési képtelenségét is eredményezhetik. A vállalat tőkeszerkezeti politikájának kialakításakor azt mérlegeli, hogy milyen mértékben alkalmazzák a két hatást, más szóval választanak, átváltanak (trade-off) köztük. Az elmélet azt feltételezi, hogy a vállalat ezen gyakorlata, vagyis az adósság saját tőkével, vagy a saját tőke idegen tőkével való helyettesítése mindaddig kitart, amíg a cég értéke el nem éri maximumát. Az elmélet szemléltetésére a következő ábra szolgál (Illés –

1. ábra: Az optimális hitelarány



Forrás: Bartha, 2005

Gyulai – Lauf, 2013). Az ábra szerint az adómegtakarítás jelenértéke kezdetben a hitelfelvétellel arányosan nő. Ilyen arányú tőkeáttétel esetén a pénzügyi nehézségek és a csőd közeli állapot valószínűsége alacsony, emiatt a pénzügyi nehézségekkel kapcsolatos költségek jelenértéke elenyésző, vagyis az adópajzs dominanciája van fölényben. Azonban az idegen tőke arányának emelkedésével a pénzügyi nehézségek jelenértéke és a fizetéképtelen helyzet valószínűsége olyan méreteket ölt, amelyet az adóelőnyből származó extra jövedelem nem képes kiegyenlíteni, így a cég piaci értéke elkezd csökkenni. Következésképpen, a tőkeáttétel arányának optimális szintje annál a pontnál jelentkezik, amikor még épp egyenlő a hitelfelvételből származó adómegtakarítás jelenértéke a pénzügyi nehézségek jelenértékével, ezt a szimmetriát az optimális hitelarány jelzi az ábrán (Illés – Gyulai – Lauf, 2013).

Az elmélet alapján azt a következtetést lehet levonni, hogy azok a nagyvállalatok, amelyek nagy eszközállománnyal, biztonságosan működve nagy jövedelemre tesznek szert, magas idegen tőke aránnyal rendelkeznek, így minél jobban hasznosítva az adópajzs adta előnyt, míg az inkább immateriális, kockázatos eszközök birtokában, a vállalat működését inkább saját tőkéből finanszírozza. Azonban az elmélet a valóságban számos példán keresztül ellentmondásba ütközik. Általánosságban megállapítható, hogy a nagy jövedelmet termelő társaságok ritkán eszközölnék jelentős tőkeszerkezetbeli

változtatásokat csak az adók miatt, és nehéz kiszámítani a vállalatok piaci értékében megjelenő adómegtakarítás jelenértékét (Brealey - Myers, 2005)

Myers is kifejtette véleményét az adósság, az adók, és a pénzügyi nehézségekkel kapcsolatban. Meglátása szerint Modigliani és Miller által felvázolt adómegtakarítás csak egy felső határ, amelyre több tényező is hatással van. Egyrészt, ha a kamatjövedelmet nagyobb kulccsal adóztatják meg, mint az osztalékot és az árfolyamnyereséget, akkor csökkenhet a vállalatok kamatfizetés miatti adómegtakarítása a befektetőket terhelő magasabb személyi jövedelemadó miatt. Másrészt, a vállalatok előtt egyéb lehetőségek is kínálkoznak, amellyel adót tudnak megtakarítani. Ilyen alternatív mód a költségként elszámolható értékesítés, amely csökkenti a vállalat eredményét, így a fizetendő adót is. Továbbá az adómegtakarítás nélkülözhetetlen feltétele a nyereséges működés, amely nem minden esetben teljesül vagy nem elég ahhoz, hogy teljes mértékben ki legyen használva a kamatfizetésből származó adómegtakarítás. A pénzügyi nehézségek költségeivel szintén számolni kell a vállalat értékére ható tényezők között, hiszen ezek az eredményen keresztül csökkenthetik a vállalat értékét (Illés – Gyulai – Lauf, 2013).

A választásos elmélet alapjaiban helyes és elfogadott teória a közgazdaság világában, azonban hiányosságai miatt kevésbé elismert a gyakorlatban. Nem tudja megmagyarázni, hogy sok esetben miért a legnagyobb és legjövedelmezőbb vállalatok rendelkeznek a lekisebb arányú tőkeáttétellel, míg a kisebb vállalatok arányaiban jóval több hitelt használnak eszközeik fedezetéül.

2.4. Ügynökelmélet (agency theory)

Az ügynökelmélet vagy másnéven a megbízó-ügynök probléma a tőkeáttételes vállalatokban érdekelt szereplők között felmerülő érdekkonfliktusból ered. A cég vezetői, akik a tulajdonosoktól kapják a felhatalmazást a pénzügyi döntések meghozatalához, mindent annak érdekében tesznek, hogy a részvényesek vagyonát maximalizálják. Tökéletes piaci feltételek mellett feltételezhető, hogy a vezetők és a részvényesek érdekei megegyeznek. Az érdeklentét forrása az, hogy a szereplők eltérő módon befolyásolhatják saját eredményességüket. A tulajdonosok számára kedvezőbb lehet egy kockázatosabb, emiatt magasabb hozammal járó befektetés, olykor olyan esetben is, ha annak nettó jelenértéke 0 vagy negatív. Ezzel szemben a hitelezők érdeke a

biztonságosabb, jobban kiszámítható beruházások megléte, amely alacsonyabb hozamot jelent a tulajdonosok számára mindaddig, amíg a beruházásokból származó jövedelmet meg kell osztaniuk a hitelezőkkel. (Brealey - Myers, 1993).

Konfliktusok további jellemző forrása a csődhelyzet. Ilyenkor a részvényesek menedzserekre gyakorolt nyomás révén előnyhöz juthatnak a hitelezőkkel szemben. Ugyanis pozíciójuk lehetővé teszi, hogy az igazgatótanácson és a vezetőkön keresztül beleszóljanak a vállalkozás pénzügyi döntéseibe, és azokat úgy formálják, hogy a lehető legkedvezőbb végkimenetelt biztosítsák maguknak. Figyelembe véve a vezetők függését a tulajdonosoktól, egy esetleges csődhelyzetben a vezetők engedhetnek a nyomásnak és alkalmazhatnak olyan stratégiákat, amelyek nem a vállalat piaci értékét növelik, hanem a részvényesek vagyonának maximalizálását támogatják és fedezik. A vezetőség dönthet úgy, hogy átvált egy agresszívabb beruházási politikára és kockázatosabb, magasabb hozammal kecsegtető projektebe investál tőkét, így siker esetén a részvényesek gazdagodhatnak, azonban a veszteség a hitelezőket terheli. A részvényesek akár a pozitív nettó jelenértékű projekteket is megvétőzhatják, mivel a hitelezők előnyösebb jogosultsági helyzetből várhatják a beruházásokból származó pénzáramot. Előfordulhat olyan eset is, hogy a menedzserek visszaélnek helyzetükkel és játszanak az idővel („play for time”). Mivel a tulajdonosokkal és a hitelezőkkel szemben ők rendelkeznek a legtöbb információval a vállalat helyzetéről, akár vissza is tarthatják azokat a befektetési és a vállalat valós értékét érintő információkat, amelyek árulkodhatók lehetnek egy közelgő pénzügyi nehézségről, így meggátolva a hitelezőket egy azonnali csőd vagy a stratégia újjászervezésének kezdeményezésében. Másrészt a hitelezők is tehetnek ellenlépéseket, hogy biztosítsák saját megélhetésüket (Illés – Gyulai – Lauf, 2013).

Ha felismerik, hogy a részvényesek befolyást gyakorolnak a menedzsmenten, befektetett tőkéjükért cserébe kérhetnek magasabb kamatot, amely kiegyenlíti a nagyobb kockázati kitettséget. Hitelszerződéseikben elhelyezhetnek olyan záradékokat, amelyek határt szabhatnak az osztalékfizetésnek, vagy korlátozhatják a további hitelfelvételt, esetleg eszközök értékesítését. A szerződésekben alkalmazott korlátozások azonban lassíthatják a vezetőség hatékony működését, komoly hátrányt okozva ezzel a cégnek a piacon, nem is beszélve arról, hogy ellenőrzésük további költségeket ró a vállalatra (Illés – Gyulai – Lauf, 2013).

A hitelezők hatására lassított működés, a részvényesek által erőltetett kockázatos beruházások és a folyó működéssel kapcsolatos ügynöki költségek nagyobb terhet jelentenek egy vállalat számára, mint egy esetleges csőd hatásai. Itt találkozik össze a választásos elmélet az ügynökkelmélettel, hiszen az előbbinek optimalizálnia kell a pénzügyi nehézségek és az ügynöki költségek figyelembe vételével a kamatfizetési adómegettakarítási stratégia kialakítását.

2.5. Hierarchia elmélet (pecking order theory)

A hierarchia elmélet a választásos elmülethez hasonlóan a tőkeszerkezetre ható tényezőket vizsgálja, és ezen keresztül próbálja értelmezni a különböző finanszírozási stratégiákat. Az elmélet alapjait több szempont határozza meg. Egyrészt az aszimmetrikus információk, miszerint a menedzsment rendelkezésére olyan információk is állnak, amelyek a hitelezők számára nem elérhetők. Másrészt a vállalat vezetőinek érdeke elsődlegesen a tulajdonosi kör kiszolgálása.

A nagyvállalati tőkeszerkezet vizsgálata során Donaldson több megállapításra jutott. Legfontosabb megállapítása,

- A vállalatok előnyben részesítik a belső forrásból történő finanszírozást az idegen tőkével szemben.
- A megcélzott osztalékfizetési hányadukat a befektetési lehetőségeikhez igazítják, mindezt csak fokozatosan.
- Az osztalékpolitika, a kiszámíthatatlan eredmény és a befektetési lehetőségek együttes hatása, hogy a belső pénzáramlás éppen több, vagy kevesebb, mint a beruházási kifizetések.¹
- Ha külső finanszírozás szükséges, a vállalat először kötvényt bocsát ki, amely a legbiztosabb forrást jelenti, majd valamilyen hibrid értékpapírt, például átváltható kötvényt, végül részvényt (Illés – Gyulai – Lauf, 2013).

Az elmélet szerint tehát a vállalat számára igénybe vehető tőke vagy a külső, a hierarchia alján álló idegen forrás, vagy a belső, hierarchia csúcsán álló belső forrás. A hierarchiába való rendezés elmélete magyarázatot ad a választásos elmélet

¹ Ha kevesebb, akkor a vállalat felhasználja pénzállományát vagy forgatási célú értékpapírjait. Nyereség esetén a vállalat visszafizeti adósságait vagy befekteti szabad tőkéjét.

megválaszolatlan kérdéseire. A legjövödelmezőbb vállalatoknak nincs szüksége külső pénzre, mert a visszaforgatott nyereségből képesek finanszírozni működésüket, nem pedig azért, mert a kisebb arányra törekednének. Ezzel szemben a szerényebb jövedelemmel rendelkező vállalatoknak belső forrásuk nem jelent elegendő finanszírozási alapot, ezért kénytelenek a hierarchia tetején álló hitelfelvételhez folyamodni. Az adómegettakarítás kevésbé fontos, a tőkeáttétel akkor változik, ha a beruházási lehetőségek nem egyenlők az osztalékkal csökkentett pénzáramlással. Következésképpen azok a vállalatok fognak külső befektetőhöz fordulni, akiknek a belső forrásai nincsenek egyensúlyban a beruházási lehetőségeikkel. A hierarchia elmélet erőssége, hogy jó magyarázatot nyújt az ágazaton belüli kapcsolatra a nyereségesség és a tőkeáttétel között, azonban hiányos, ha az ágazatok eltérő tőkeáttételéről van szó (Brealey – Myers, 2005).

2.6. Csordaszellem-elmélet

Az elmélet szerint a vállalatok ahelyett, hogy egyéni stratégiát követve alakítanák ki saját tőkeszerkezeti politikájukat, próbálnak vetélytársaikhoz idomulni és saját tőkeszerkezetüket az övékéhez igazítani (Hegedűs – Zéman, 2016).

Az elmélet logikus következtetése a hasonló a hasonlót szereti elvének. Az azonos iparágban, ágazatban működő vállalatok közel egyező tőkeszerkezeti politikát gyakorolnak, hiszen az őket körülvevő gazdasági környezet ezt kívánja. A túlzott utánzás azonban kockázatot is rejt magában, ha egy olyan szektorról beszélünk, ahol a kockázat és a növekedés igen eltérő is lehet. Ugyanez elmondható az átalakuló iparágakról is, ahol az erőviszonyok átalakulása a tőkeszerkezet átalakítását követeli meg (Szemán, 2008).

Fontos megemlíteni, mivel a befektetők törekednek a biztonságra és a kiszámíthatóságra, ezért számukra vonzóbb és megbízhatóbb egy olyan befektetési lehetőség, amit már más is kipróbált, szemben egy olyannal, amely háttérben eltérő, az ágazatban szokatlanul számító tőkeszerkezeti stratégia áll (Szemán, 2008).

2.7. Összegzés

Az elméleti áttekintés összességében hűen tükrözi a modern vállalati pénzügy álláspontját a tőkeszerkezet témakörében. A rendelkezésre álló ismeretanyag és adatok alapján elmondható, hogy nincs egy univerzális, minden ágazatra és vállalatra érvényes tőkeszerkezeti elmélet. Több alternatív teória is napvilágot látott a dolgozatomban felsorolt elméleteket követően, melyek egyike sem nyújtott egy könnyen alkalmazható eszközt a tőkeszerkezet optimális megválasztására. Mindazonáltal felírható néhány egyértelmű minta, amely körvonalakban definiálja a tőkeszerkezet világát. Eszerint a vezetők törekednek egy optimális tőkeáttétel arányra, amelyet alakíthatnak adóelőnyök, források felhasználásának hierarchikus sorrendje, versenytársak stratégiája, de mindenekelőtt szem előtt kell tartaniuk a választott finanszírozási stratégia hatását a vállalat működésére a költségek ésszerű szinten tartásával, és mindezt úgy, hogy egy egészséges egyensúlyt tartsanak meg a részvényesek vagyonának maximalizálása és a hitelezők elvárásainak való megfelelés között.

3. A kutatás módszertana

Az előző fejezetben részletesen ismertetett tőkeszerkezeti elméletek után és azok gyakorlati megvalósulásának tesztelése előtt nem hiányozhat az eredmények alapját jelentő módszertan részletezése, vagyis mindazon mutatószám, forrás és számítási módszer felsorolása, amely a vizsgálat eszközéül szolgált.

3.1. Adatok forrása

A vállalati gazdálkodás sikerének egyik feltétele a naprakész információk minél szélesebb és részletesebb ismerete. A gazdasági társaságoknak önálló működésükhöz, tevékenységük fenntartásához és stratégiai tervezésükhöz mind olyan döntések kapcsolódnak, amelyek meghozatala lehetetlen pontos ismeretek megléte nélkül. Vállalati információkat a tulajdonosoktól kezdve, a potenciális befektetőkön át, a vállalkozás vezetői, hitelezők, munkavállalók és egyetemi hallgatók is felhasználhatnak céljaiktól függően.

A vállalkozások megítéléséhez és értékeléséhez a vállalkozások információs rendszere nyújt kellő alapot, amely mind a vállalkozás, mind pedig a környezet számára elérhető. Ezt a feladatot látja el a vállalkozás számvitele, amelyet Magyarországon a számvitelről szóló 2000. évi C. törvény szabályoz, többek között a gazdálkodáshoz kapcsolódó feljegyzési módszert, a könyvvezetés módját, a nyilvántartások kialakításának alapjait, a vállalkozás vagyonának értékelését és az adatok időszakonkénti rendszerezését. Ennek a rendszerezésnek a megjelenési formája a beszámoló, amely megbízható és valós összképet ad a gazdálkodó vagyonáról, annak összetételéről, pénzügyi és jövedelmi helyzetéről a számviteli törvény szerint. A számviteli törvény nagy hangsúlyt fektet a beszámolók nyilvánosságára, így azok letétbe helyezett és közzétett formáiból lehet tájékozódni.

Az információk azonban végesek, főleg a környezet, a piac számára. Valamennyi beszámolót úgy állítanak össze a törvényi előírásoknak megfelelően, hogy azok csak a szükséges tényeket közöljék, így az igazán értékes tudás titok marad a kívülállók számára, ahhoz csak a cég vezetői és tulajdonosai férhetnek hozzá. A beszámoló elemzése szempontjából az elemző szerint beszélhetünk külső mérlegelemzésről, illetve belső mérlegelemzésről.

Míg a külső mérlegelemzéshez a mérleg és az eredménykimutatás számszaki adatai, valamint az azokat kiegészítő és magyarázó kiegészítő melléklet nyújtanak információt, addig a belső mérlegelemzők számára a vállalkozás nem nyilvános adatai is hozzáférhetők, úgymint a főkönyvi kivonatok, analitikus nyilvántartások és egyéb egyedi információk (Bíró – Kresalek – Pucsek – Sztanó, 2016).

Figyelembe véve az adatok hozzáférhetőségének korlátozottságát, dolgozatomban kiszámított mutatószámok alapjait mind külső mérlegelemzés során elérhető dokumentumok szolgáltatják. A következőkben részletezem forrásaim típusait, majd rátérek a mutatószámok kidolgozására is.

3.1.1. A beszámoló, mint információforrás

A beszámoló formája nagyban befolyásolja, hogy milyen mélységű információt nyújt a külvilág számára. Formája szerint négy különböző beszámolóról beszélhetünk.

Az éves beszámolót azon kettős könyvitelt vezető vállalkozások készítik, amelyek nem jogosultak az egyszerűsített éves beszámoló készítésére. Fő részei a mérleg, az eredménykimutatás, és a kiegészítő melléklet. Továbbá minden éves beszámolót alkalmazó vállalat köteles üzleti jelentést is készíteni. Bár utóbbi nem képezi részét a beszámolónak, így is elmondható, hogy az éves beszámoló a legrészletesebb beszámoló, amit egy adott üzleti évről lehet készíteni.

Az egyszerűsített éves beszámolót és egyszerűsített beszámolót a számviteli törvény által előírt határértékeken belül teljesítő vállalatok készíthetik. Ezen beszámolók egyszerűsített és összevontabb adatokat tartalmaznak, így az érdekeltek számára korlátozottabb információforrást jelentenek. Az összevont (konszolidált) éves beszámolót olyan kettős könyvitelt vezető vállalkozás készíthet, amely egy vagy több vállalathoz fűződő viszonyokon anyavállalatnak minősül (Bíró – Kresalek – Pucsek – Sztanó, 2016).

3.1.1.1. Mérleg

A mérleg egy olyan kétoldalú kimutatás, amely egy adott időpontra (leggyakrabban december 31.) vonatkozóan mutatja be a vállalat vagyoni helyzetét egy előírt csoportosításban és értékben. A vállalat eszközei és forrásai két mérlegséma alapján mutathatók be, amely közül az „A” típusú a jellemzőbb és a részletesebb (Bíró – Kresalek – Pucsek – Sztanó, 2016).

Mind az eszköz oldal, mind a forrás oldal megfelelő mélységben mutatja be az adott vállalat vagyoni helyzetét, és összesített soraikkal jól alkalmazható alapot nyújtanak mutatószámok készítéséhez.

3.1.1.2. Eredménykimutatás

Az eredménykimutatás a vállalkozás eredményének levezetését mutatja be az adózott eredményig. Szemlélteti, hogy a vállalkozás működése során milyen tényezők befolyásolták, alakították az eredményt, melyek az eredményt előidéző főbb tényezők.

Két típusa létezik. Az összköltség eljárás módszere nyitott költségelszámolást tartalmaz, ezért nagyobb mozgásteret biztosít elemzés során, míg a forgalmi költség eljárás módszere sokkal informatívabb forrást nyújt a közvetett költségek részletezésén keresztül (Bíró – Kresalek – Pucsek – Sztanó, 2016).

Vizsgálatom eredményéhez nagyban hozzájárulnak a vállalatok eredménykimutatásai, amelyek széleskörű elemzés mutatószámainak megalkotásához nyújtanak értékes adatokat.

3.1.1.3. Kiegészítő melléklet

A kiegészítő melléklet információ tartalma - kiegészítve a beszámoló adatait - hozzájárul ahhoz, hogy az elemző valós képet tudjon formálni a vállalat jelenlegi és jövőbeni, vagyoni és pénzügyi helyzetéről.

Tartalmát tekintve kiegészítő szerepet lát el mind a mérleg, mind az eredménykimutatás szempontjából, amelyekben nem kellően részletezett, vagy meg nem

említett információk bemutatásával járul hozzá a megbízható és valós kép kialakításához (Bíró – Kresalek – Pucsek – Sztanó, 2016).

Kiegészítő jellege miatt nem számít alapvető információforrásnak, mindazonáltal dolgozatomban szereplő számítások ellenőrzéséhez és kiegészítéséhez felhasználható

3.1.2. Üzleti jelentés

Szerepe nem elsősorban kiegészítés, hanem elemző, értékelő munka, amely a működést biztosítja jövőbe mutató információkkal. Elkészítése nem kötelező, azt csak az éves beszámolót készítő vállalatok számára írja elő a törvény.

Az üzleti jelentésnek tartalmaznia kell a mérleg fordulónapja után bekövetkezett, a vállalkozás fejlődésével és teljesítményével kapcsolatos lényeges eseményeket, intézkedéseket.

A kötelező elemeken kívül számos egyéb szegmens részletezésére is ki szoktak térni a vállalatok a még részletesebb jelentés érdekében. Ebben a döntésben – többek között - meghatározó lehet a vállalat jellege, mérete, a tevékenység jellege és kitettsége, valamint a piaci viszonyok (Bíró – Kresalek – Pucsek – Sztanó, 2016).

Az információk részletessége és mélysége miatt az üzleti jelentés korlátozottan nyilvános és közzététele nem kötelező. Hozzáférhetőségében korlátozó tényező továbbá, hogy a vállalkozás székhelyén tekinthető meg.

3.1.3. Amadeus adatbázis

Az egyetemünk jóvoltából minden diák hozzáférést kaphat az egyik legismertebb céges adatbázishoz, az Amadeushoz. A több mint 21 millió európai nyílt és zárt céget tartalmazó adatbázis átfogó információs rendszere lehetővé teszi a felhasználó számára, hogy cégek között részletes keresési feltételek segítségével kutathasson és azok pénzügyi adatait évekre visszamenően vizsgálhassa és hasonlíthassa össze.

Az adatbázisban elérhető információk típusa igen sokféle, ezek közül a főbb típusok a következők:

- Céginformációk,
- Beszámolók adatai,
- Erősség mérő indikátorok,
- Igazgatósági tagok,
- Tőzsdei árfolyamok,
- Részletes vállalati struktúrák,
- Pénzügyi mutatószámok,
- Piaci kutatások,
- Üzleti és céges hírek,
- Felvásárlások és fúziók.

A kutató, az adatbázis gyors és könnyű kezelhetőségének, a keresési kritériumok sokszínűségének és az egy helyre összegyűjtött adatoknak köszönhetően sok időt megspórol, amit az Amadeus hiányában több tucat beszámoló átnézésével töltene. Kutatómunkám során felhasznált adatok jelentős részét ebből az adatbázisból gyűjtöttem (www.bvdinfo.com).

3.2. A felhasznált mutatószámok

„A mutatószámok olyan jelentősen összevont, tömörített numerikus kifejezések, amelyek koncentrált formában adnak ismeretet számszerűsíthető jelenségekről.” Céljuk, hogy gyors és könnyen értelmezhető módon adjanak áttekintést összetett gazdasági összefüggésekről, úgy, hogy a beszámoló adattömegét kevés, de jól kifejezhető jellemzővé sűrítik össze (Bíró – Kresalek – Pucsek – Sztanó, 2016).

Két nagy csoportba sorolhatók. Az abszolút mutatószámok egy része átalakítás nélkül megtalálható a beszámolóban vagy egyszerű számítási művelettel adható meg, azonban gyakran csak korlátozott jelentéstartalommal bírnak. A relatív mutatószámok, vagy viszonyszámok, két olyan abszolút szám hányadosaként számíthatók ki, amelyek közt valamilyen logikai kapcsolat áll fenn. A kapott eredmény lehet megoszlási,

összehasonlítási, vagy intenzitási viszonyszám, amely a művelet után valamilyen gazdasági tartalommal rendelkezik.

A mutatószám önmagában ritkán értelmezhető, ezért szükséges a mutatószámok viszonyítási alapjának helyes megválasztása után a megfelelő műveletek elvégzése. A helyes összehasonlíthatóság érdekében a mutatószámok összevetése időbeli, térbeli, valamint terv-tény lehet. Számításaim elvégzése során - jellegükből fakadóan - időbeli, illetve térbeli mutatószámokat használtam (Bíró – Kresalek – Pucsek – Sztanó, 2016).

3.2.1. A vagyoni helyzet elemzése mutatószámokkal

A vállalkozás vagyoni elemzése elvégezhető vertikális és horizontális mutatószámokkal egyaránt. A mérleg eszközoldalának adataiból eszközszerkezeti mutatók készíthetők, amelyek segítségével vizsgálhatók az eszközök összetétele. A viszonyszámok képzése elsődlegesen a mérleg főcsoportok mérleg főösszeghez való viszonyításával történik, majd az arányosítást a mérlegfőcsoportokon belül is végre lehet hajtani (Bíró – Kresalek – Pucsek – Sztanó, 2016).

Az alábbi mutatók a befektetett eszközök, a forgóeszközök, valamint a tárgyi eszközök arányát mutatja az összes eszközön belül.

$$\text{Befektetett eszközök aránya, \%} = \frac{\text{Befektetett eszközök}}{\text{Eszközök összesen}}$$

$$\text{Forgóeszközök aránya, \%} = \frac{\text{Forgóeszközök}}{\text{Eszközök összesen}}$$

$$\text{Tárgyi eszközök aránya, \%} = \frac{\text{Tárgyi eszközök}}{\text{Eszközök összesen}}$$

A mérleg forrásoldalának elemzésével hasonló mutatószámok képezhetők. Ezen forrásszerkezeti mutatók alkalmasak a vagyoni helyzet átfogó elemzéséhez. Gyakran használt tőkeszerkezeti mutatószám a tőkeellátottság, amely a saját tőke arányát mutatja az összes forráson belül (Bíró – Kresalek – Pucsek – Sztanó, 2016).

$$\text{Tőkeellátottság, \%} = \frac{\text{Saját tőke}}{\text{Források összesen}}$$

Vizsgálható továbbá a saját tőke teljes növekményének mértéke, amely a saját tőke és a jegyzett tőke viszonyát fejezi ki.

$$\text{Saját tőke – jegyzett tőke aránya, \%} = \frac{\text{Saját tőke}}{\text{Jegyzett tőke}}$$

A mérleg forrás oldalának elemzése során fontos kitérni a vállalkozás tőkeáttételére, amely elsősorban a kötelezettségek forráson belüli arányával vizsgálható.

$$\text{Kötelezettségek aránya, \%} = \frac{\text{Kötelezettségek}}{\text{Források összesen}}$$

A működés kockázatainak, bizonytalanságainak alakulását a vállalkozás céltartalékainak vizsgálata adhatja meg. Ez a mutató a céltartalékot viszonyítja az összes forráshoz.

$$\text{Céltartalékok aránya, \%} = \frac{\text{Céltartalékok}}{\text{Források összesen}}$$

A vállalkozás vagyonszerkezetének vizsgálatakor vertikális mutatószámokon túl érdemes használni néhány horizontális mutatót is, amelyek alkalmasak az eszközök és források összhangjának megítélésére. Ilyen mutatószám a befektetett eszközök fedezete, amely a saját tőke és a befektetett eszközök viszonyát vizsgálja. A mutató bővíthető a hosszú lejáratú kötelezettségekkel, amelyet a számlálóban hozzáadunk a saját tőkéhez, így vizsgálható az illeszkedési elv (Bíró – Kresalek – Pucsek – Sztanó, 2016).

$$\text{Befektetett eszközök fedezete (A)} = \frac{\text{Saját tőke}}{\text{Befektetett eszközök}}$$

$$\text{Befektetett eszközök fedezete (B)} = \frac{\text{Saját tőke} + \text{Hosszú lejáratú köt.}^2}{\text{Befektetett eszközök}}$$

További segítséget nyújthat az eszközök és források közti kapcsolat vizsgálatához a nettó forgótőke nagysága és alakulása. A nettó forgótőke a forgóeszközökön belül a tartós forrásokkal finanszírozott eszközöket jelenti (Bíró – Kresalek – Pucsek – Sztanó, 2016).

$$\text{Nettó forgótőke} = \text{Forgóeszközök} - \text{Rövid lejáratú kötelezettségek}$$

3.2.2. A pénzügyi helyzet elemzése mutatószámokkal

A pénzügyi helyzet elemzését az adósságállományra vonatkozó mutatókon keresztül, valamint a likviditási mutatók felhasználásával teszem meg. Az adósságállomány értékelése vonatkozhat a hosszú lejáratú idegen forrás és az összes tartós forrás arányának kifejezésére, valamint az adósságállomány fedezettségének meghatározására (Bíró – Kresalek – Pucsek – Sztanó, 2016).

Az adósságállomány aránya mutató az adósságállomány és az összes tartós forrás viszonyát fejezi ki. Adósságállományon a hazai gyakorlatnak megfelelően a hosszú lejáratú kötelezettségeket, és az esetleges hátrasorolt kötelezettségeket értem a dolgozatomban.

$$\text{Adósságállomány aránya, \%} = \frac{\text{Adósságállomány}}{\text{Adósságállomány} + \text{Saját tőke}}$$

Az adósságállomány fedzettsége az előző mutatóval szinte teljesen azonos, vizsgálatának alapja a saját tőke és az adósságállomány.

$$\text{Adósságállomány fedzettsége, \%} = \frac{\text{Saját tőke}}{\text{Adósságállomány}}$$

² Rövidítés, eredeti kifejezés a következő: Hosszú lejáratú kötelezettségek

A likviditási helyzet elemzése során a likvid eszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek kerülnek a figyelem középpontjába. A forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek arányával a likviditási mutató foglalkozik.

$$\text{Likviditási mutató} = \frac{\text{Forgóeszközök}}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}}$$

Fontos értékelési szempont a likviditás elemzésekor a forgóeszközök összetétele, emiatt a likviditási gyorsráta a forgóeszközöket a legkevésbé likvid készletek nélkül arányosítja a rövid lejáratú kötelezettségekhez.

$$\text{Likviditási gyorsráta} = \frac{\text{Forgóeszközök} - \text{Készletek}}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}}$$

A vállalkozás likviditása vizsgálható még a pénzeszközök arányán keresztül is, amely megmutatja, hogy a vállalkozás milyen összegben lenne képes azonnal kifizetni rövid távú kötelezettségeit.

$$\text{Azonnali likviditás} = \frac{\text{Pénzeszközök}}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}}$$

3.3. Összegzés

Törekedtem rá, hogy a vállalatok tevékenységét leginkább leíró mutatószámok kerüljenek felhasználásra a kutatás folyamán, így annak sikeréhez érdemben járuljanak hozzá. Úgy gondolom, hogy a vállalatok tőkeszerkezeti vizsgálata során – ahol a rendelkezésre álló adatok is engedték – valamennyi mutatószám hasznosnak bizonyult. Kutatásom célja, a tőkeszerkezeti elméletek gyakorlati megvalósulásának tesztelése mutatószámok felhasználásával, úgy, hogy az egyes vállalatok elemzésével kezdve, az egyes iparágak vizsgálatán át, az iparágak tőkeszerkezeti jellemzőinek összehasonlításával egy átfogó képet adok Magyarország vezető cégeinek tőkeszerkezeti politikájáról három iparág esetében. A vizsgált iparágak a gép- és autóipar, a gyógyszeripar, valamint a távközlési iparág.

4. Tőkeszerkezeti elemzés hazai nagyvállalati példákon

Kutatómunkám középpontjában Magyarországon működő nagyvállalatok tőkeszerkezetének vizsgálata áll. Ehhez három jelentős iparágat választottam ki, amelyek meghatározó gazdasági erővel rendelkeznek a magyar piacon, így . Az egyes iparágakon belül három vállalat kerül bemutatásra, amit minden alfejezet végén egy iparági összesítés követ. A dolgozatom csúcspontján összegzem az iparágak adatait, ahol lehet, összehasonlítom az iparágak tőkeszerkezeti sajátosságait, majd egybevetem azokat a részletezett tőkeszerkezeti elméletekkel. Számításaimat az elérhető adatok alapján végeztem 2010-es gazdasági évtől a 2015-ös gazdasági évig bezárólag, mivel kutató munkám végzése során sok esetben a 2016-os és 2017-es adatok még nem álltak rendelkezésre, mivel a vállalatok beszámolóit akkor még nem voltak közzé téve, így nem voltak elérhetőek számomra.

4.1. Gép- és autóipar

A magyar gazdaság egyik húzóágazatának számító gép- és autóipar a rendszerváltás óta nagy fejlődésen ment keresztül. A külföldi vállalatok megjelenésének köszönhetően nőtt a termelékenység és a foglalkoztatottság is az iparágon belül. A főleg német vállalatok összeszerelő üzemekben több ezer alkalmazottat foglalkoztatnak, vidéki telephelyeik révén pedig több nagyváros is jelentős gazdasági lökést kapott, mint Kecskemét vagy Győr.

Az ágazaton belül bemutatásra kerül a két német óriás helyi kirendeltsége, a Mercedes-Benz Manufacturing Kft, és az AUDI HUNGARIA MOTOR Kft, valamint a japán autó- és motorgyártó cég leányvállalata, a Magyar Suzuki Zrt. Azért ezek a vállalatok kerültek kiválasztásra, mert ezek fedik le az iparág nagyját, árbevételük magas, Magyarország exportjához jelentősen hozzátesznek.

4.1.1. Mercedes-Benz Manufacturing Hungary Kft.

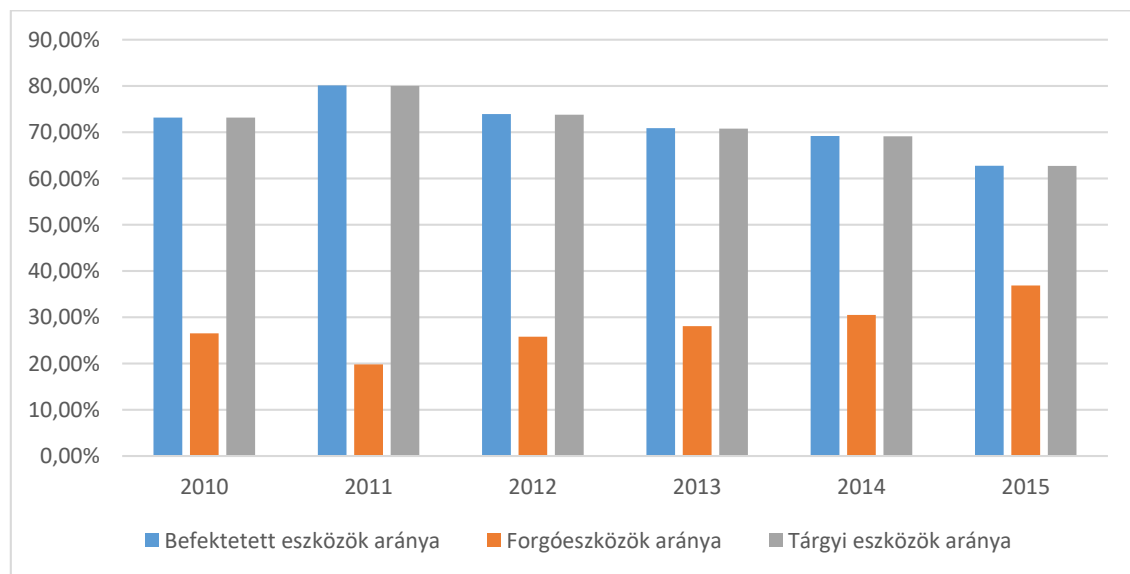
Egy évtizeddel ezelőtt a Daimler AG választása több lehetséges Kelet-európai város közül végül Kecskemétre esett. 2008-ban elindult építkezés befejeztével 2012-ben megindulhatott a termelés a kecskeméti gyárban. A folyamatosan növekvő

termelékenység az árbevételre is pozitív hatással van, amellyel párhuzamosan a vállalat alkalmazottainak száma is növekszik, hiszen 2010 és 2015 között több mint duplájára, pontosan 3817 főre nőtt a cég alkalmazásában állók száma.

4.1.1.1. A vagyoni helyzet átfogó elemzése

Az eszközmutatók alapján megállapítható, hogy a befektetett eszközök aránya jóval nagyobb volt 2010 és 2015 között, mint a forgóeszközöké, majdnem háromszorosa volt 2010-ben a forgóeszközökének. A különbség évről évre zsugorodott, míg a forgóeszközök aránya elérte a 37%-ot az eszközökön belül. A befektetett eszközöket jobban vizsgálva látható, hogy azok szinte csak tárgyi eszközöket tartalmaznak. Mivel a vállalat fiatal cég volt ebben az időszakban, ezért a magas befektetett eszközök állomány a kezdeti beruházásokat jelzik.

2. ábra: A Mercedes-Benz eszközmutatói, 2010-2015



Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A mérleg forrásoldalának elemzését az 1. táblázat foglalja össze. Látható, hogy 2010-től kezdve a saját tőke egyre nagyobb szerepet kapott a vállalat finanszírozási stratégiájában, míg a kötelezettségek aránya csökkent az összes forráson belül. A cég 2015-ben kevesebb céltartalékot képzett 2010-hez képest, amely a minőség javulásának és a kockázatok csökkenésének feltételezésére ad okot. A saját tőke szerepének további

erősödését bizonyítja a tény, hogy jegyzett tőkéhez viszonyítva nőtt a saját tőke aránya 2010 és 2015 között, amely az eredményes gazdálkodásra utal.

1. táblázat: Forrásoldal elemzésének mutatói (adatok százalékban)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Tőkeellátottság</i>	7,97	1,83	14,22	19,25	19,27	24,25
<i>Saját tőke - jegyzett tőke aránya</i>	3974,10	1456,40	7387,83	10703,34	10703,34	13992,28
<i>Kötelezettségek aránya</i>	88,96	88,95	68,11	69,84	67,93	65,83
<i>Céltartalék aránya</i>	1,05	0,91	0,93	0,93	0,65	0,37

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A befektetett eszközök vizsgálatának eredménye a 2. táblázatban található, kiegészítve a nettó forgótőke alakulásával. Az első mutató szerint a saját tőke befektetett eszközökhöz viszonyított arány 11% körüli érték után, egy kisebb csökkenés követően emelkedni kezdett egészen 38,64%-ig. A második mutató ennél beszédesebb, itt az elvárt érték 100% lenne, amely azt jelentené, hogy megvalósul az illeszkedés elve.

2. táblázat: Horizontális mutatók

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Befektetett eszközök fedezete A (%)</i>	10,89	2,29	19,24	27,15	27,84	38,64
<i>Befektetett eszközök fedezete B (%)</i>	120,54	98,96	83,33	87,64	87,85	53,71
<i>Nettó forgótőke (millió EUR)</i>	88,8	66,14	52,71	12,79	45,65	-224,82

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

Látható, hogy 2010 és 2014 között az arány 100% közelében volt, azonban 2015-re a saját tőke és a hosszú lejáratú kötelezettségek összegének befektetett eszközökhöz viszonyított arány egészen 53,71%-ig esett vissza. A nettó forgótőke folyamatos csökkenése arról árulkodik, hogy a cég fokozatosan növelte az 1 éven belüli kötelezettségeit.

4.1.1.2. A pénzügyi helyzet átfogó elemzése

A következőkben a vállalat adósságállományát fogom vizsgálni több pénzügyi helyzetet értékelő mutatószámmal.

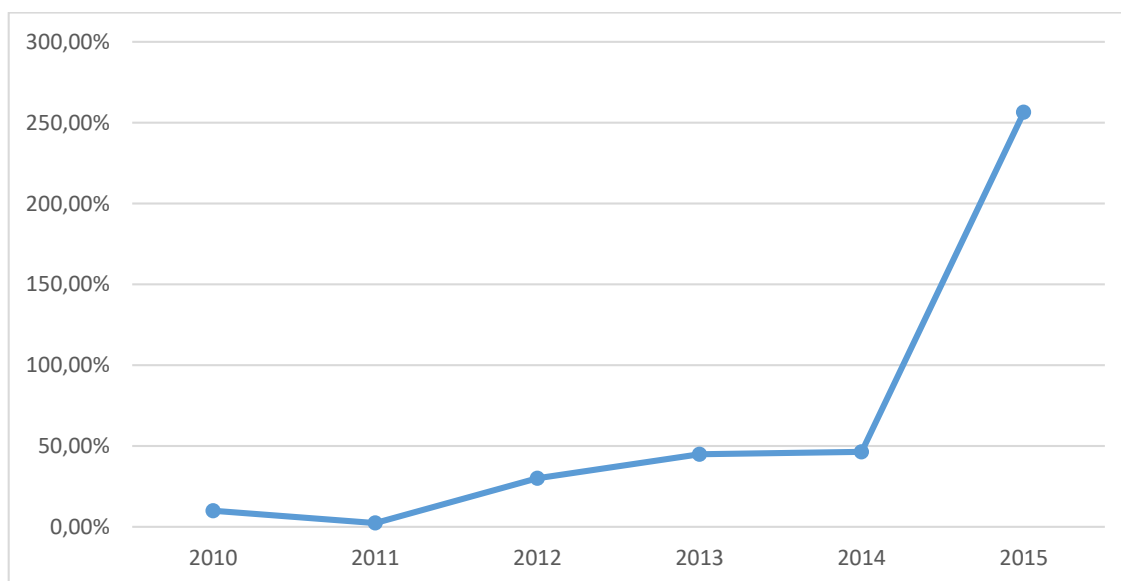
3. táblázat: Az adósságállományra vonatkozó mutatók (adatok százalékban)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Adósságállomány aránya	90,96	97,69	76,91	69,02	68,31	28,06
Adósságállomány fedezettsége	9,94	2,37	30,02	44,89	46,39	256,42

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

Ahogy az a 3. táblázat adatai is mutatják, a vállalat adósságállománya 90,96%-ról egészen 28,06%-ra csökkent a vizsgált periódusban. A vállalat tehát fokozatosan áttért a hosszú lejáratú kötelezettségekkel való finanszírozásról a saját tőkével való finanszírozásra, amelyet a 3. ábra is szemléletesen ábrázol.

3. ábra: Az adósságállomány fedezettsége mutató alakulása, 2010-2015

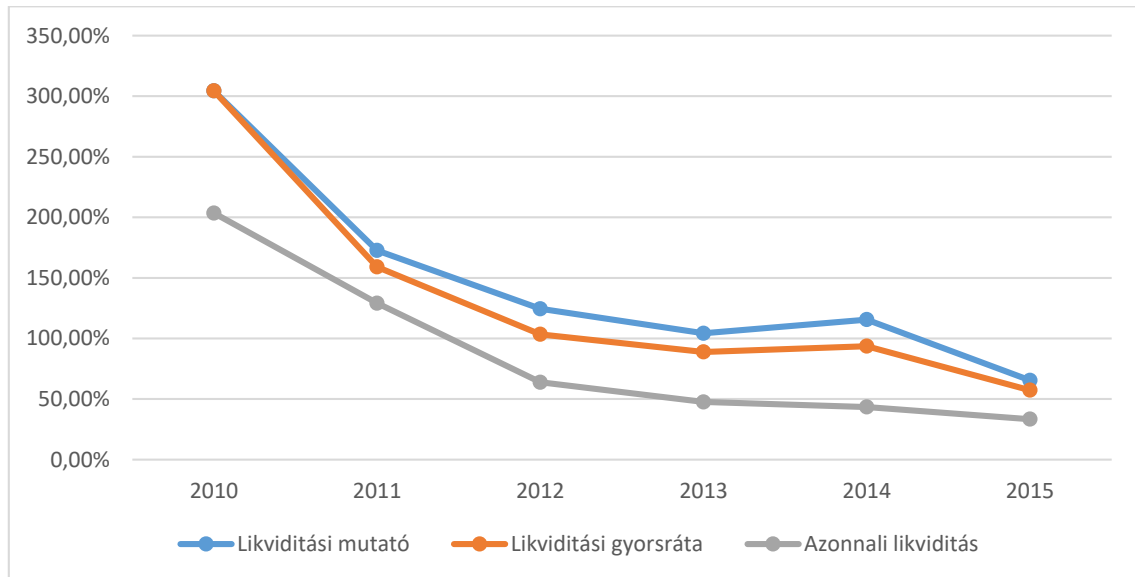


Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A rövid távú pénzügyi helyzet alakulását elemző mutatószámokból is hasonló következtetések vonhatók le, mint a korábban említett adósságállományt vizsgáló mutatókból. A likviditási mutató és a likviditási gyorsráta szerint a forgóeszközök, valamint a készletekkel csökkentett forgóeszközök aránya jelentősen csökkent a rövid lejáratú kötelezettségekhez képest, - amely ugyanúgy igaz a pénzeszközökre is az

azonnali likviditás mutató alakulása alapján - hiszen a vállalat évről évre növelte az 1 éven belüli tartozásait. A rövid lejáratú kötelezettségek növekedése a forgalom növekedésére utal.

4. ábra: A likviditásra vonatkozó mutatók, 2010-2015



Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

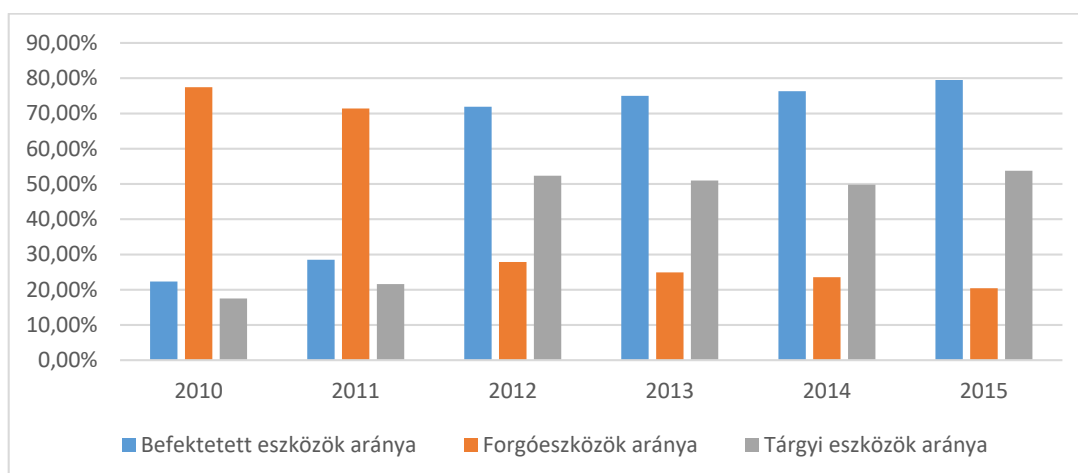
4.1.2. AUDI HUNGARIA MOTOR Kft.

Az AUDI leányvállalatát 1993-ban alapította Magyarországon. Az elmúlt 25 évben több mint 8 milliárd eurót fektetett be hazánkban, ezzel az egyik legnagyobb külföldi befektetőnek számít. A magyar export majdnem egytizedét teszi ki a német cég kivitele, amellyel az ország exportőrei közül a második legnagyobb. A győri központú, több mint 12 ezer főt foglalkoztató vállalat járműgyártás mellett motorgyártással, és szerszámgyártással is foglalkozik.

4.1.2.1. A vagyoni helyzet átfogó elemzése

Az eszköz oldal szerkezetét vizsgálva megállapítható, hogy 2011 után nagy változás állt be az összetétel szempontjából. Míg 2010-ben és 2011-ben a forgóeszközök aránya 70% felett volt, addig 2012 után ez az arány megcserélődött, és a vállalat a befektetett eszközeinek aránya nőtt 70% fölé, amely a gyár akkori bővítésére, és további beruházásokra utal. A tárgyi eszközök 2010 és 2015 között viszonylag állandó részt képeztek a befektetett eszközökön belül, arányuk 70% körül mozgott.

5. ábra: Eszközszerkezeti mutatók, 2010-2015



Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A mérleg forrásoldalára egy viszonylagos kiegyensúlyozottság jellemző. A saját tőke aránya a forrásokon belül csökkent a vizsgált periódusban, de még így is jelentős, 84,65%-os részt képez. A jegyzett tőke 2010 és 2015 között 100 millió euró volt, ehhez viszonyítva mutatja a saját tőke változását a mutató, amely 50-szeres értékről 44-szeresre csökkent 2015-re, amely még mindig egy eredményes gazdálkodásra utal. A kötelezettségek aránya a forrásokon belül 2012 és 2014 közti periódus kivételével 10% alatt tudott maradni, amely a rövid lejáratú kötelezettségek alakulásának következménye. A forrásokon belüli 2%-os céltartalék alacsonynak mondható, amit vállalat alacsony kockázatú működése magyaráz.

4. táblázat: A forrásoldal elemzésének mutatószámai (adatok százalékban)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Tőkeellátottság</i>	90,36	88,55	79,14	71,69	71,78	84,65
<i>Saját tőke - jegyzett tőke aránya</i>	5213,20	5972,38	3299,86	3614,25	3923,23	4353,93
<i>Kötelezettségek aránya</i>	6,47	8,67	14,91	22,16	22,12	9,84
<i>Céltartalék aránya</i>	1,93	1,55	2,31	1,80	1,95	1,29

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

Mivel a vállalat a vizsgált időszakban nem rendelkezett hosszú lejáratú kötelezettségekkel, ezért a bővített befektetett eszközök fedezete mutató megegyezik az eredetivel, amely csak a saját tőke és befektetett eszközök viszonyát vizsgálja. Eszerint,

főleg a saját tőke csökkenése miatt az arány 405,06%-ról fokozatosan csökkent 94,08%-ig, majd 2015-ben 106,48%-ra nőtt, amire az eszköz állomány enyhe csökkenése is hatással volt.

5. táblázat: Horizontális mutatószámok

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Befektetett eszközök fedezete A (%)</i>	405,06	310,58	110,09	95,58	94,08	106,48
<i>Befektetett eszközök fedezete B (%)</i>	405,06	310,58	110,09	95,58	94,08	106,48
<i>Nettó forgótőke (millió EUR)</i>	4096,396	4230,662	539,831	138,207	77,118	543,657

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

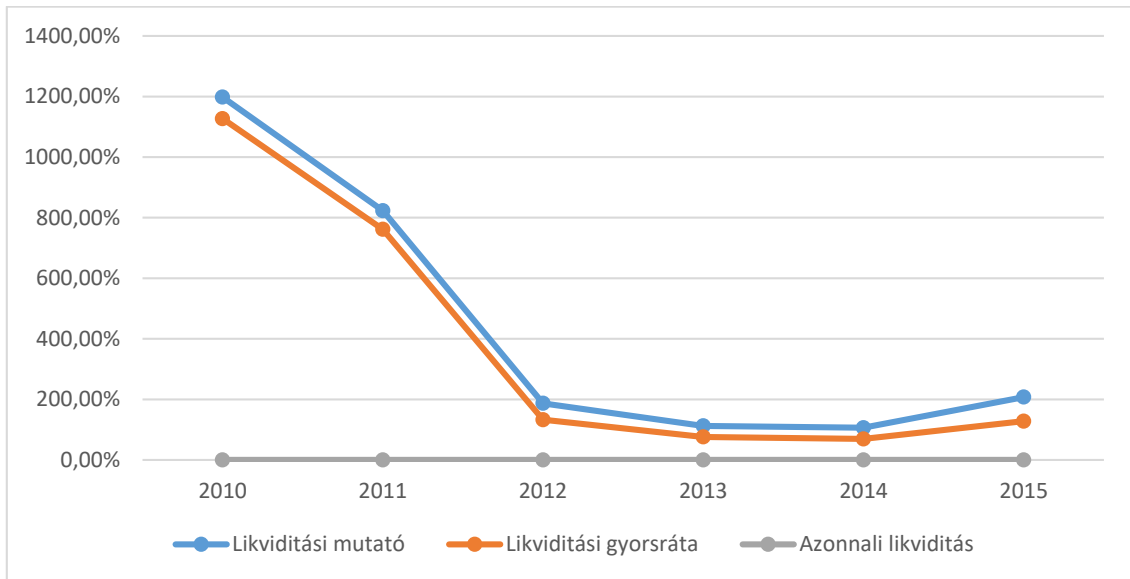
A nettó forgótőke a forgóeszközök rohamos csökkenése és a rövid lejáratú kötelezettségek gyarapodása miatt 4.096 millió euróról 77 millió euróra csökkent 2014-re, majd az 1 éven belüli tartozások visszaesése miatt 544 millió euróra nőtt 2015-re.

4.1.2.2. A pénzügyi helyzet átfogó elemzése

Az adósságállomány aránya mutató 0-át mutat 2010 és 2015 között, hiszen a vállalat ebben az időszakban nem rendelkezett hosszú lejáratú kötelezettségekkel. Ugyanebből az okból kifolyólag az adósságállomány fedezettsége mutató nem értelmezhető.

A vállalat likviditását vizsgáló mutatók alakulását a 6. ábra szemlélteti. Jól látható, hogy 2010-ben és 2011-ben a jelentős forgóeszköz állomány miatt a likviditási mutató és a likviditási gyorsráta magas értéket mutat, majd a forgóeszközök apadása a mutatók csökkenéséhez vezet, amelyben a rövid lejáratú kötelezettségek gyarapodása is érzékelhető. Utóbbi növekedése a forgalomnövekedést mutatja. A vizsgált periódusban az alacsony pénzeszköz állomány miatt a vállalat azonnali likviditása is alacsony.

6. ábra: A likviditásra vonatkozó mutatók, 2010-2015



Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

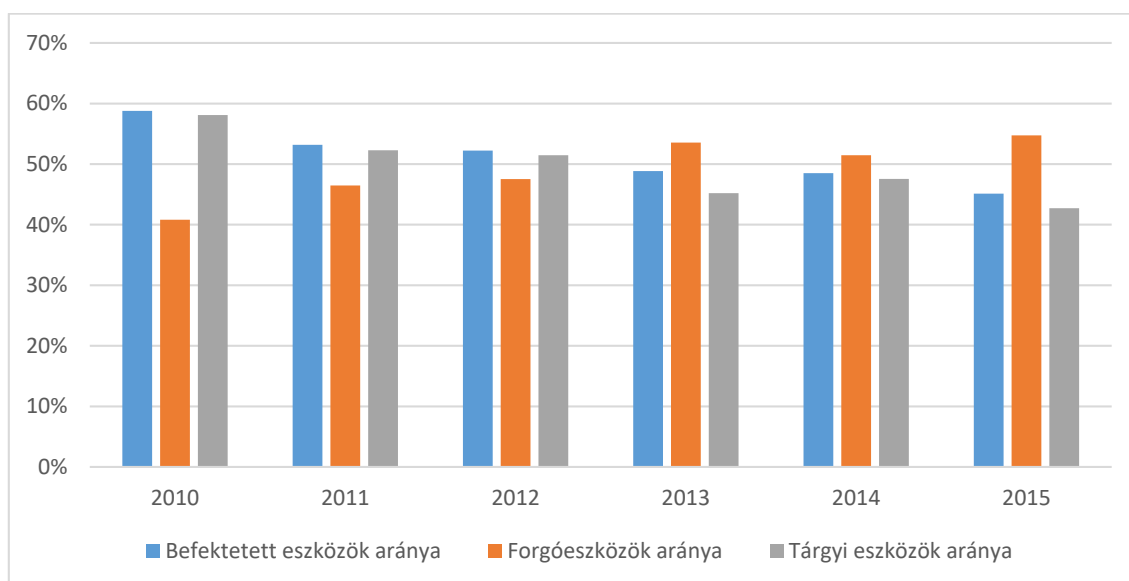
4.1.3. Magyar Suzuki Zrt.

A japán cég magyarországi autógyárát 1991-ben építette Esztergom mellett. 3000 fős alkalmazotti létszáma mellett komoly exporttevékenységgel is hozzájárul a magyar gazdasághoz. Az elmúlt 27 évben számos modellt gyártottak és gyártnak Esztergomban, ahol 2014-ben már a 2.5 milliomodik magyar suzuki legördülését ünnepelehték.

4.1.3.1. A vagyoni helyzet átfogó elemzése

A vállalat eszközszerkezete 2010-ben még csak 40%-ban tartalmazott forgóeszközöket, a többséget a befektetett eszközök, azon belül is a tárgyi eszközök képezték. Az ezt követő években a likvidebb eszközök aránya megnőtt. 2013-ban majdnem ugyanakkora súlyt képzett a két eszköz főcsoport a mérlegen belül, majd 2015-re ez az arány megfordult a forgóeszközök javára.

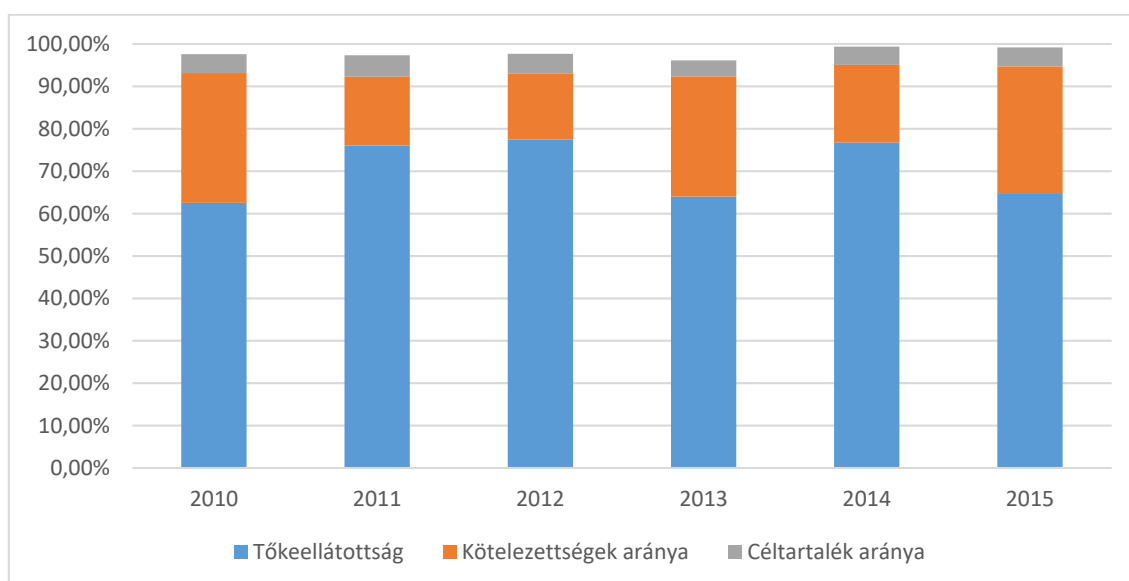
7. ábra: Eszközszerkezeti mutatók, 2010-2015



Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A mérleg forrásoldalának vizsgálatakor megállapítható, hogy a tőkeszerkezeten belül a vállalat nagyobb hangsúlyt fektet a saját tőkére, mint az idegen tőkére. A 8. ábra is jól szemlélteti a saját tőke hangsúlyos szerepét, amely 2010 és 2015 között folyamatosan 60% feletti arányban volt jelen a vállalat mérlegében. A maradék részt a kötelezettségek teszik ki 15% és 30% között változva a vizsgált időszak alatt, míg céltartalékot elenyésző mértékben képzett a vállalat.

8. ábra: A forrásoldalt vizsgáló tőkeszerkezeti mutatók, 2010-2015



Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A jegyzett tőke 2015-ös csökkentése a saját tőke és jegyzett tőke aránya mutató emelkedését magyarázza, ez jelzi a vállalat eredményesen gazdálkodott.

6. táblázat: Saját tőkét vizsgáló mutató (adatok százalékban)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Saját tőke - jegyzett tőke aránya</i>	145,82	156,13	156,76	167,84	174,16	201,53

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A befektetett eszközök fedezete mutatók 2010-ben és 2011-ben térnek csak el egymástól, ami azt jelenti, hogy ebben a két esztendőben rendelkezett a vállalat hosszú lejáratú kötelezettséggel. A saját tőke és a hosszú lejáratú kötelezettségek a vizsgált időszakban teljes fedezetet tudtak nyújtani a befektetett eszközöknek, míg a forgóeszköz növekedés egy részét tartós forrásból finanszírozták a nettó forgótőke tanúsága szerint.

7. táblázat: Horizontális mutatók

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Befektetett eszközök fedezete A (%)</i>	106,43	143,02	148,39	131,07	158,25	143,74
<i>Befektetett eszközök fedezete B (%)</i>	107,63	143,52	148,39	131,07	158,25	143,74
<i>Nettó forgótőke (millió EUR)</i>	77,19	189,40	195,77	200,15	227,46	164,55

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

4.1.3.2. A pénzügyi helyzet átfogó elemzése

Az adósságállomány alakulása a hosszú lejáratú kötelezettségtől függ, amely 2011 után nem szerepelt a vállalat mérlegében. Az ezt megelőző években is csekély összegű adósságállománnyal bírt a vállalat a saját tőkéhez viszonyítva, amit a 8. táblázat eredményei is alátámasztanak.

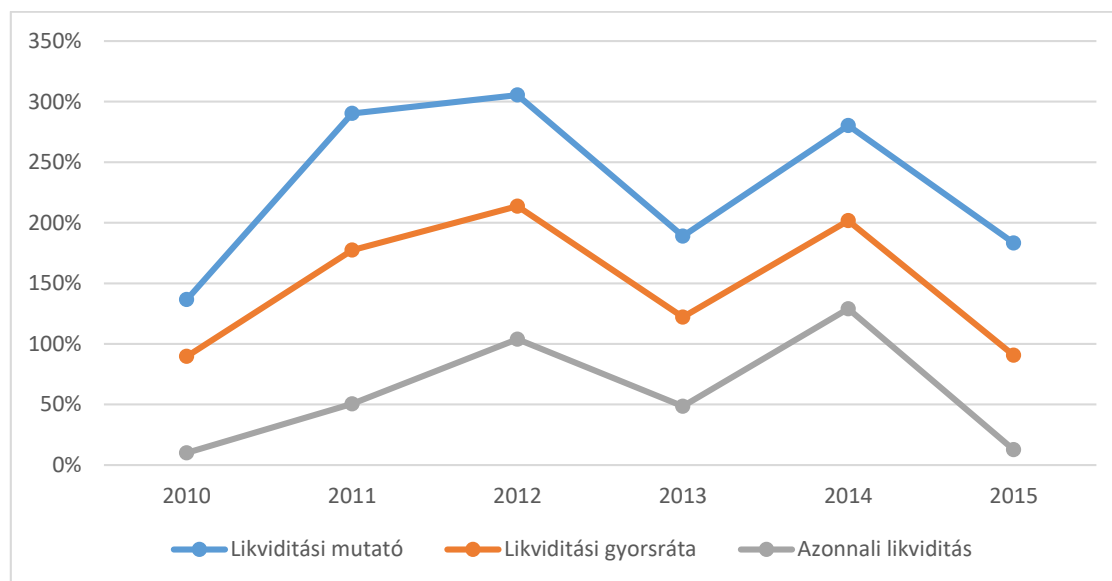
8. táblázat: Az adósságállomány vizsgálata (adatok százalékban)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Adósságállomány aránya</i>	1,12	0,35	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Adósságállomány fedezettsége</i>	8840,07	28487,04	-	-	-	-

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A likviditást vizsgáló mutatók a 9. táblázatban láthatók. A forgóeszközök értéke meghaladta a rövid lejáratú kötelezettségeket 2010 és 2015 között, még a készletek nélkül is 2010 és 2015 kivételével. A vállalat nagyobb mennyiségű pénzeszköz állománya 2012-ben és 2014-ben is elegendő fedezetet biztosított a rövid lejáratú kötelezettségekkel szemben.

9. ábra: A likviditási mutatók, 2010-2015



Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

4.2. Gyógyszeripar

A gyógyszeripar a magyar gazdaság egyik húzóágazata, amely termelékenysége, hozzáadott értéke, valamint exportra adott volumene alapján annak meghatározó iparága. A szektor az egyik leginnovatívabb iparág, 40%-ban részesedik kutatás-fejlesztésre fordított tőkéből, és a szakképzés fejlesztésében is elől jár. Közvetlenül 14 ezer, míg közvetetten 34 ezer embernek ad munkát.

Tőkeszerkezeti elemzésem célkeresztjében három vezető vállalat áll, név szerint a párizsi központú SANOFI-AVENTIS Zrt, a magyar alapítású Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyrt, valamint az izraeli gyökerekkel rendelkező TEVA Gyógyszergyár Zrt.

4.2.1. SANOFI-AVENTIS Magyarország Kereskedelmi és Szolgáltató Zrt.

A Sanofi gyógyszeripari csoport 1991-ben vásárolta meg a Magyarországon működő Chinoint, amellyel belépett a magyar gazdaság vérkeringésébe. Az egyesülés után komoly változtatásokon ment át a gyár, ahol a világon először került sor a C-vitamin üzemi előállítására. Azóta az ország 20 legnagyobb vállalatának és 20 legnagyobb exportőreinek egyikévé nőtte ki magát.

4.2.1.1. A vagyoni helyzet átfogó elemzése

Az eszközmutatók erős forgóeszköz túlsúlyt mutatnak a mérleg eszközoldalán, ahol a befektetett eszközök aránya a 2012-ben kezdődő fokozatos növekedés ellenére is épphogy 1% fölött állt 2015-ben. Ezen tartós eszközök nagyrésze tárgyi eszközökből állt az első 4 évben, majd az arányuk majdnem a felére csökkent.

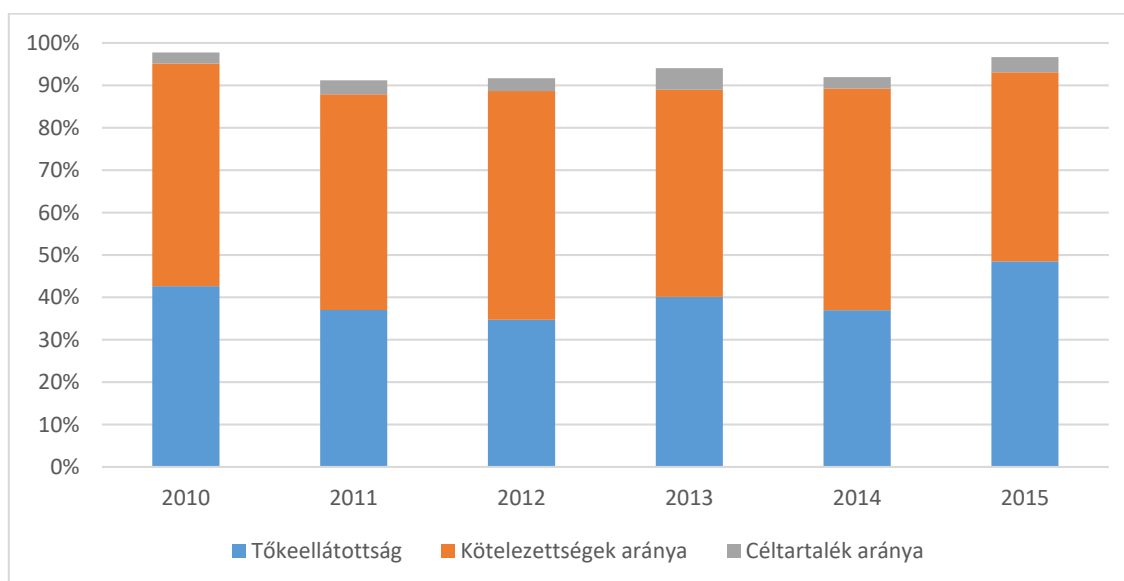
9. táblázat: Eszközszerkezeti mutatók (adatok százalékban)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Befektetett eszközök aránya</i>	0,82	0,50	0,37	0,57	0,75	1,07
<i>Forgóeszközök aránya</i>	98,35	80,42	79,53	92,14	92,09	97,58
<i>Tárgyi eszközök aránya</i>	0,74	0,44	0,31	0,44	0,36	0,43

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A forrásoldali mutatók vizsgálatakor látható, hogy a vállalat tőkeszerkezetében nagyobb arányban volt jelen kötelezettség, mint saját tőke, előbbi átlagosan 50% körül, utóbbi 40% körül mozgott, míg a céltartalék aránya 5% alatt maradt a vizsgált időszakban.

10. ábra: Forrásoldali mutatók, 2010-2015



Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A saját tőke és jegyzett tőke viszonyát vizsgáló mutató szerint a saját tőke a vállalat alaptőkéjének kétszerese volt 2012-ben, majd 1,5-szeresére zsugorodott 2015-re. Mivel a vállalat nem rendelkezett hosszú lejáratú kötelezettségekkel, ezért a befektetett eszközök fedezetéül csak a saját tőke szolgált, amelyből jelentős összeg fordult a tartós forgóeszközök finanszírozására is a nettó forgótőke mutató vizsgálata alapján.

10. táblázat: Tőkeszerkezeti mutatók

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Saját tőke - jegyzett tőke aránya (%)</i>	193,76	187,41	205,16	136,79	143,39	150,48
<i>Befektetett eszközök fedezete (%)</i>	5207,49	7384,90	9403,83	7079,99	4936,46	4547,07
<i>Nettó forgótőke (millió HUF)</i>	42487,33	30506,6	30838,14	30132,83	31497,99	33543,95

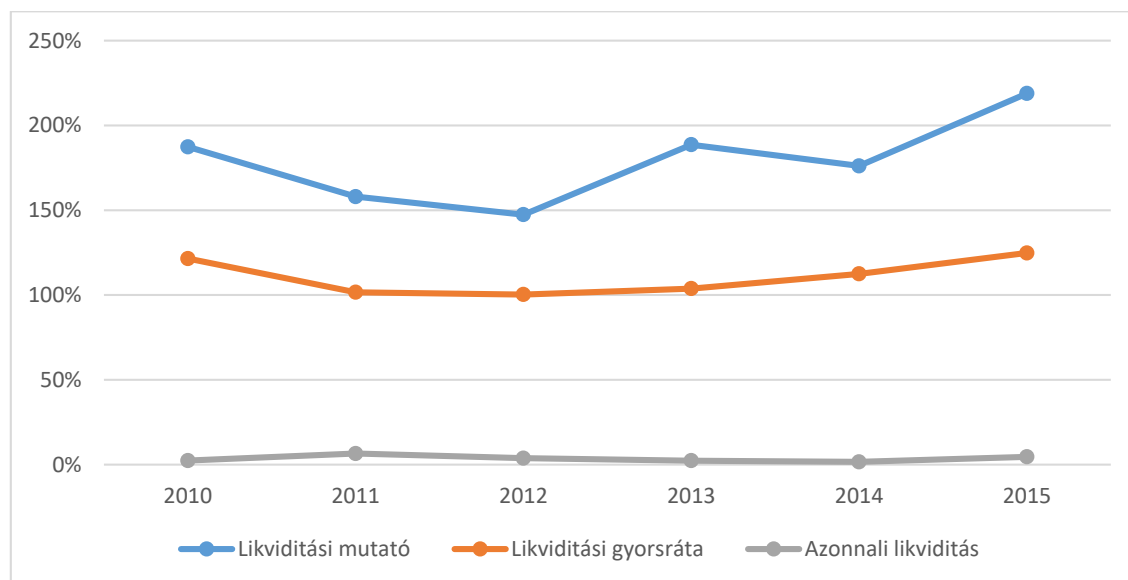
Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

4.2.1.2. A pénzügyi helyzet átfogó elemzése

A vállalat adósságállománnyal nem rendelkezett a vizsgált időszakban. Az 1 éven belüli tartozásai 2012-ig növekedtek, majd csökkenésnek indultak, amely a likviditási mutatókon is látszik. A készletekkel csökkentett forgóeszközök értéke 2011 és 2013 között megközelítette a rövid lejáratú kötelezettségekét, majd enyhén emelkedni kezdett.

A vállalat igen kis mértékű pénzeszköz állománya nem lett volna elég az 1 éven belüli tartozások azonnali kifizetését a vizsgált periódusban. Csökkenő rövid lejáratú kötelezettségek a forgalom csökkenésére is utalhatnak.

11. ábra: Likviditási mutatók, 2010-2015



Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

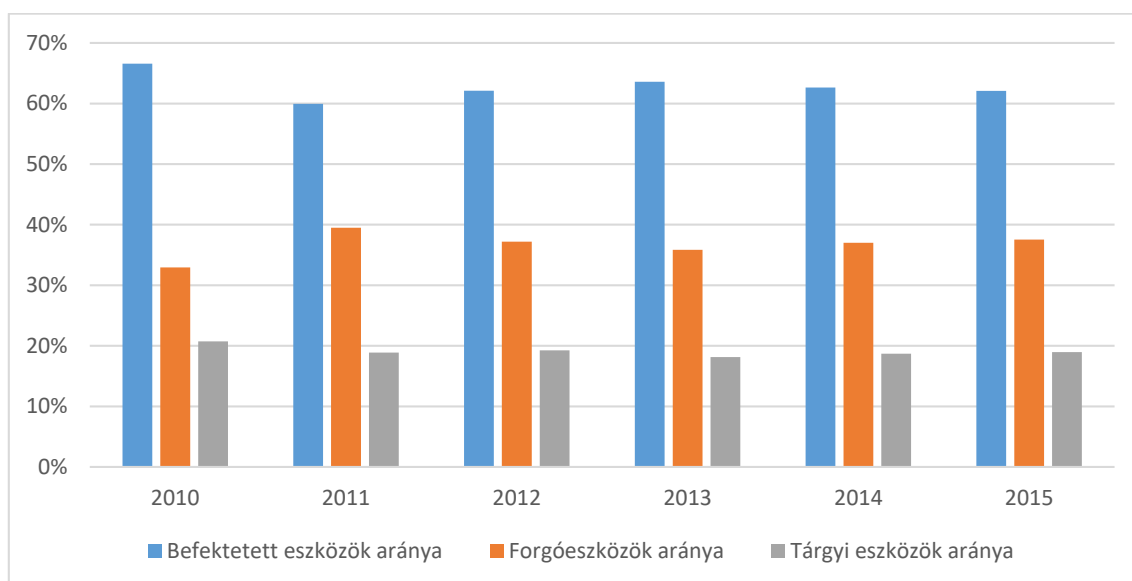
4.2.2. Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyrt.

Richter Gedeon magyar vegyész 1901-ben alapította vegyészeti gyárát, amely mind a mai napig magyar részvényesek többségi tulajdonában áll. A vállalat számos megpróbáltatáson ment keresztül a múlt században, majd a rendszerváltás után újra talpra állt. Mára a régió meghatározó multinacionális gyógyszergyárává nőtte ki magát, és több mint 40 országban működik.

4.2.2.1. A vagyoni helyzet átfogó elemzése

A vállalat eszközszerkezetének több mint 60%-át tették ki a befektetett eszközök 2010 és 2015 között, amely hozzávetőleg 12%-ban tartalmazott tárgyi eszközöket ez idő alatt. A forgóeszközök aránya 33% és 39% között változott a vizsgált időszakban.

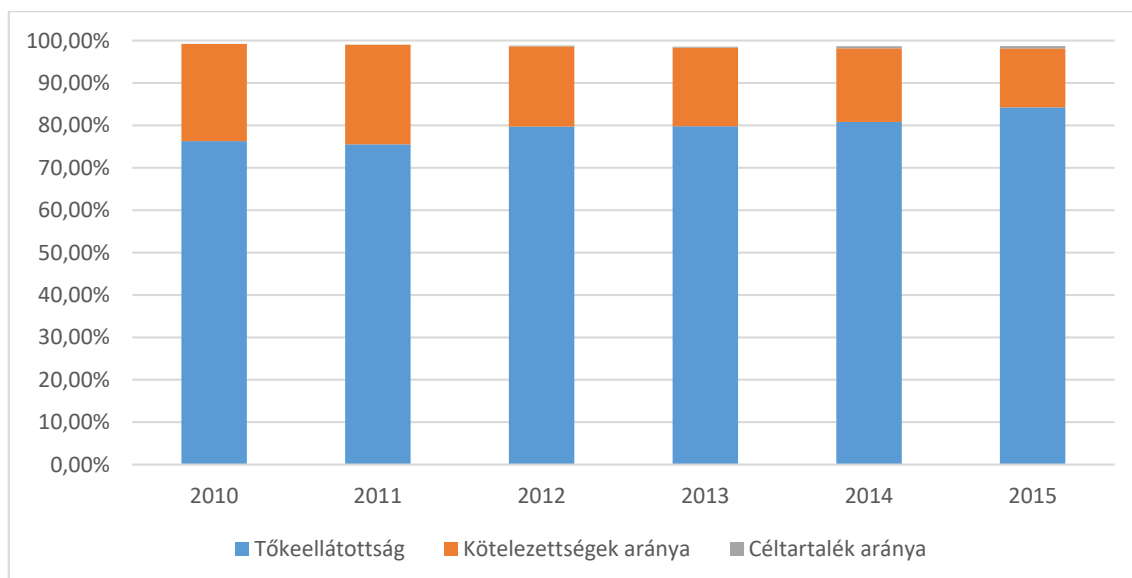
12. ábra: Eszközszerkezeti mutatók, 2010-2015



Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

Az eszközök fedezetét vizsgálva megállapítható, hogy a vállalat előnyben részesítette a saját tőkéből történő finanszírozást. A tőkeellátottság 76%-ról emelkedett 84%-ra 2010 és 2015 között, ezzel arányosan csökkentek a kötelezettségek, míg a céltartalékok huzamosan 1% alatt maradtak.

13. ábra: Forrásoldali mutatószámok, 2010-2015



Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A stabil jegyzett tőkéhez képest növekedett a saját tőke állománya, így már több mint 33-szorosa volt 2015-ben., vagyis a vállalat működése eredményes.

11. táblázat: Tőkeszerkezeti mutatók (adatok százalékban)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Saját tőke - jegyzett tőke aránya</i>	2291,90	2631,39	2801,10	3002,51	3063,30	3331,95

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A befektetett eszközök teljes mértékben tartós forrásból voltak finanszírozva, ahogyan azt a horizontális mutatók is szemléltetik. A hosszú lejáratú kötelezettségekkel kiegészített saját tőke majdnem másfélszeres fedezetet jelentett a tartós eszközöknek 2010 és 2015 között. A nettó forgótőke mutató szerint jelentős forgóeszköz állománnyal rendelkezett a vállalat, amelyet tartós forrásokkal finanszírozott.

12. táblázat: Horizontális mutatók

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Befektetett eszközök fedezete A (%)</i>	114,58	126,01	128,32	125,51	129,04	135,71
<i>Befektetett eszközök fedezete B (%)</i>	135,19	144,25	148,89	143,19	140,79	144,93
<i>Nettó forgótőke (millió forint)</i>	132827	175087	203406	200170	190701	216494

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

4.2.2.2. A pénzügyi helyzet elemzése

Az adósságállomány elemzése folyamán egyértelműen látható, hogy a vállalat folyamatosan építette le a tartós kötelezettségeit és helyezte át a hangsúlyt a saját tőkéből való finanszírozásra.

13. táblázat: Adósságállomány elemzése (adatok százalékban)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Adósságállomány aránya</i>	15,25	12,65	13,81	12,34	8,35	6,37
<i>Adósságállomány fedezettsége</i>	555,81	690,78	624,02	710,21	1097,90	1470,64

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

Likviditás szempontból kijelenthető, hogy a vállalat 2010 és 2015 között minden évben megtartotta fizetőképességét. A forgóeszközök gyarapodása végig túlszárnyalta a rövid lejáratú kötelezettségek állományát, még a pénzeszközök is elegendő fedezetet tudtak biztosítani az azonnali fizetéshez.

14. táblázat: A likviditási mutatók (adatok százalékban)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Likviditási mutató</i>	357,55	315,30	605,04	491,32	369,57	459,24
<i>Likviditási gyorsráta</i>	286,94	266,75	497,08	401,82	306,12	381,18
<i>Azonnali likviditás</i>	106,38	117,68	199,14	165,14	111,37	183,07

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

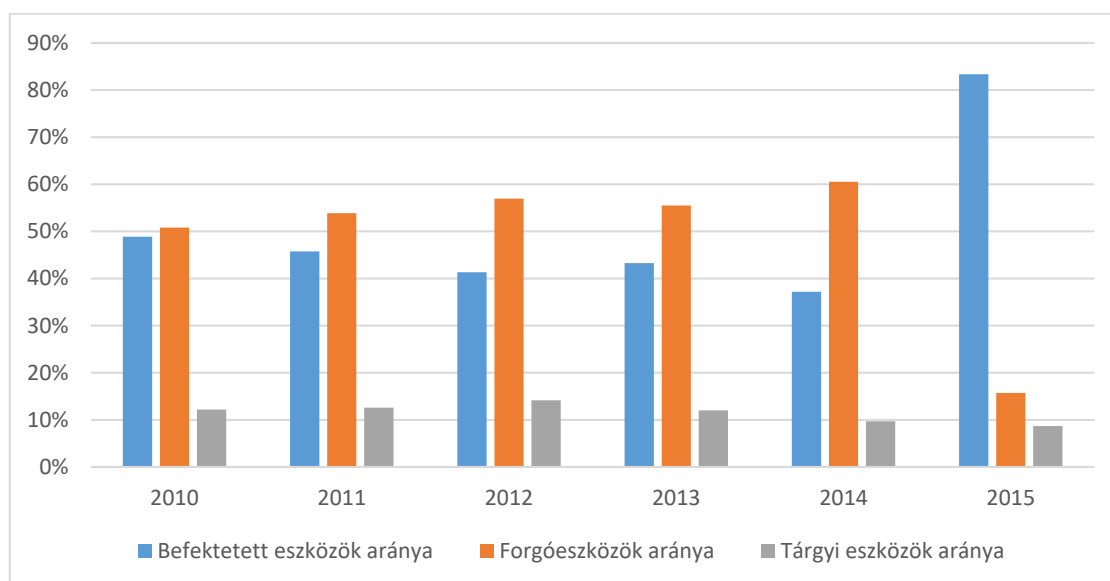
4.2.3. TEVA Gyógyszergyár Zrt.

Az izraeli székhelyű gyógyszergyár egy korábbi debreceni gyár felvásárlásával 1995-ben tette be a lábát Magyarországra. A debreceni gyár mellett egy üzemmel és egy irodával is rendelkezik. Ma 50 országban van közvetlen képvisellete, így a világ vezető generikus gyógyszergyártójának és fejlesztőjének mondhatja magát.

4.2.3.1. A vagyoni helyzet átfogó elemzése

Eszközoldalon 2010-ben szinte azonos szinten állt a vállalat befektetett eszközök állománya a forgóeszközök állományával, majd az arány fokozatosan a forgóeszközök irányába dőlt át, míg végül 2015-ben meredeken megemelkedett a befektetett eszközök aránya egészen 83%-ig. A tárgyi eszközök végig 15% alatt maradtak a vizsgált időszakban, sőt a 2015-ös befektetett eszközök állományának bővítésekor arányuk vissza is esett az összes eszközön belül. A megnövekedett befektetett eszközök állomány a TEVA sajbábonyi gyárában véghezvitt kapacitásbővítés beruházását mutatja.

14. ábra: Az eszközszerkezeti mutatók, 2010-2015



Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A forrásoldalon a saját tőke aránya magasabb volt, mint a kötelezettségeké. Azonban látható, hogy az évek alatt nőtt a kötelezettségek aránya, 28,71%-ról 43,91%-ra, míg a saját tőkéjé enyhén, de csökkent. A céltartalékok végig alacsony szinten álltak, a fél százalékot sem érték el. A saját tőke aránya nőtt a jegyzett tőkéhez viszonyítva, 90-szeres arányról 157-szeresre, ez az eredményes működésre utal.

15. táblázat: Forrásoldali mutatók (adatok százalékban)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Tőkeellátottság</i>	68,43	61,15	62,14	54,48	50,93	53,31
<i>Saját tőke - jegyzett tőke aránya</i>	9025,76	10580,71	11095,33	11769,42	13488,48	15724,90
<i>Kötelezettségek aránya</i>	28,71	35,71	34,06	42,61	44,66	43,91
<i>Céltartalék aránya</i>	0,41	0,27	0,30	0,07	0,32	0,36

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

Tartós forrás szolgált a befektetett eszközök fedezetéül 2010 és 2014 között, azonban a befektetett eszközök állományának gyors emelkedésével nem tudott lépést tartani a saját tőke. Ezen felül 2014-től már nem rendelkezett hosszú lejáratú kötelezettségekkel a vállalat, így a 2015-ös állománynövekedést egy része rövid lejáratú kötelezettségekből lett finanszírozva. Utóbbi feltevést a nettó forgótőke alakulása is

alátámasztja, amely 2015-ben negatív volt, tehát ebben az évben a forgóeszközökön túlmenően mást is finanszírozott a vállalat rövid lejáratú kötelezettségekkel.

16. táblázat: Horizontális mutatók

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Befektetett eszközök fedezete A (%)</i>	139,99	133,68	150,30	125,89	136,93	63,96
<i>Befektetett eszközök fedezete B (%)</i>	170,66	162,13	161,26	134,41	136,93	63,96
<i>Nettó forgótőke (millió forint)</i>	214910	236721	215080	162651	190572	-377398

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

4.2.3.2. A pénzügyi helyzet átfogó elemzése

Az adósságállomány aránya 2010 és 2011 között 17% feletti volt a saját tőkéhez viszonyítva, majd zsugorodni kezdett, míg végül 2014-ben minden hosszú lejáratú kötelezettségétől megszabadult a vállalat.

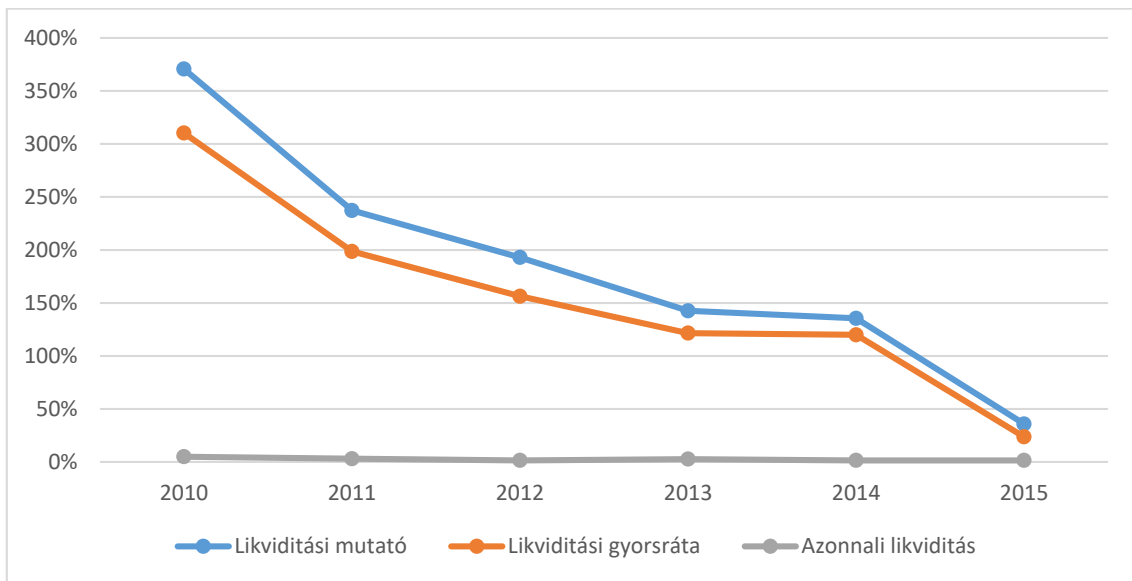
17. táblázat: Az adósságállomány vizsgálata (adatok százalékban)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Adósságállomány aránya</i>	17,97	17,55	6,79	6,34	0,00	0,00
<i>Adósságállomány fedezettsége</i>	456,39	469,84	1371,92	1478,26	-	-

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A rövid lejáratú kötelezettségek növekedésével a forgóeszközök állománya nem gyarapodott azonos mértékben, így a vállalat likviditása csökkent, majd 2015-ben a forgóeszköz állomány erősebb zuhanásának köszönhetően mindkét likviditási mutató 50% alá esett. Mivel a vállalat pénzeszköz állománya elenyésző volt, ezért az azonnali likviditása is alacsonyan állt a vizsgált időszakban, 5% alatt. A rövid lejáratú kötelezettségek növekedése a forgalom növekedését támasztja alá.

15. ábra: Likviditási mutatók, 2010-2015



Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

4.3. Távközlési iparág

A távközlési iparág az innovációs és a digitális gazdaság meghatározó építőeleme, amely Magyarországon átlag fölötti külföldi kitétséggel rendelkezik. A magyar kormány az utóbbi években nagyobb figyelmet fordít a digitalizációra, mint eddig bármikor, és igyekszik az országba vonzani a külföldi működő tőkét.

A piacon jelenleg három meghatározó szereplő található, így ennek a három vállalatnak vizsgálom a tőkeszerkezetét a dolgozatomban, ezek név szerint a Vodafone Magyarország Zrt, a Magyar Telekom Nyrt, valamint a Telenor Magyarország Zrt.

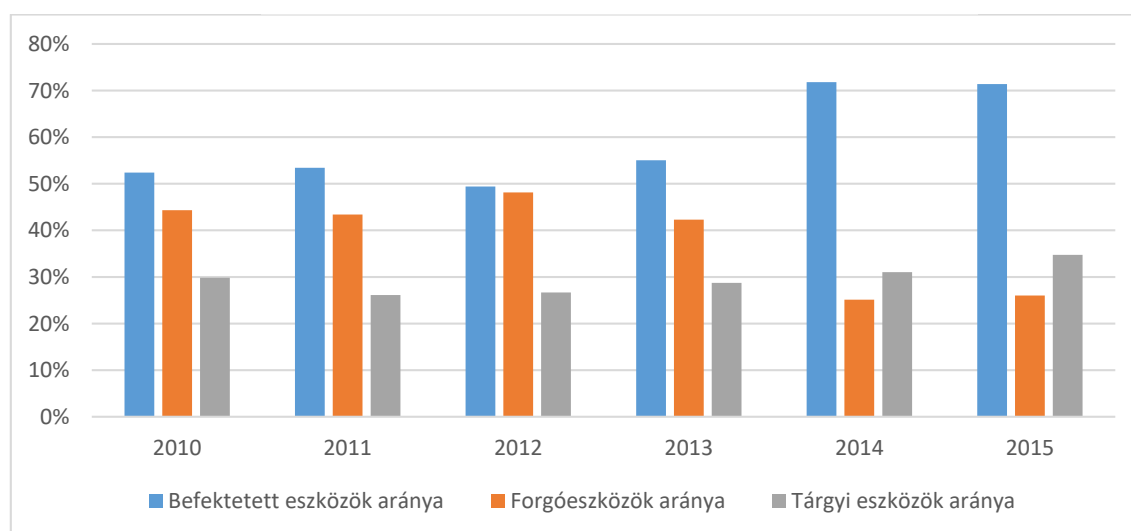
4.3.1. Vodafone Magyarország Zrt.

A Vodafone Magyarország Zrt. a Vodafone Group Plc. leányvállalata, amely árbevétel alapján a világ legnagyobb távközlési szolgáltatója. A vállalat a harmadik legnagyobb piaci részesedéssel rendelkezik az iparágban, 1999 óta működik az országban.

4.3.1.1. A vagyoni helyzet átfogó elemzése

A mérleg eszközoldalát vizsgálva látható, hogy a befektetett eszközök voltak nagyobb arányban a vizsgált időszakban. A forgóeszköz állomány 40% és 50% között változott 2013-ig, majd leesett 25%-ig. A tárgyi eszközök végig egy stabil 30% körüli szinten álltak.

16. ábra: Az eszközoldali mutatók, 2010-2015



Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A tőkeszerkezet háromnegyedét saját tőke tette ki, míg a kötelezettségek aránya a forrásokon belül 10% és 15% között ingadozott. A biztonságos működés alacsony céltartalék képzést tesz lehetővé, amely látszik a céltartalékok 1% körüli arányán. A saját tőke és jegyzett tőke aránya másfélszeres volt a 2010 és 2015 között.

17. táblázat: Forrásoldali mutatók

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tőkeellátottság	77,09	75,54	73,20	78,20	77,32	75,37
Saját tőke - jegyzett tőke aránya	161,07	156,78	153,17	150,99	150,41	150,41
Kötelezettségek aránya	10,52	12,99	15,70	10,24	12,50	14,46
Céltartalék aránya	1,08	0,99	0,91	1,39	1,56	0,39

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A horizontális mutatókat elemezve kijelenthető, hogy a tartós eszközök tartós forrásokból voltak finanszírozva, még 2012 után is, amikor a vállalat nem rendelkezett hosszú lejáratú kötelezettségekkel. A nettó forgótőke folyamatos zsugorodása ellenére pozitív tudott maradni, vagyis a forgóeszközök egy része mögött tartós forrás állt.

18. táblázat: A horizontális mutatók

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Befektetett eszközök fedezete A (%)</i>	147,08	141,42	148,17	142,04	107,67	105,58
<i>Befektetett eszközök fedezete B (%)</i>	154,99	149,55	156,80	142,04	107,67	105,58
<i>Nettó forgótőke (millió forint)</i>	72107	65594	69847	56295	22370	20967

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

4.3.1.2. A pénzügyi helyzet átfogó elemzése

Az adósságállomány 2010 és 2012 között kis mértékben volt jelent a vállalat mérlegében, aránya mindössze 5% körüli volt, majd 2013-ban a vállalat megvált a hosszú lejáratú kötelezettségeitől, így megszűnt az adósságállomány.

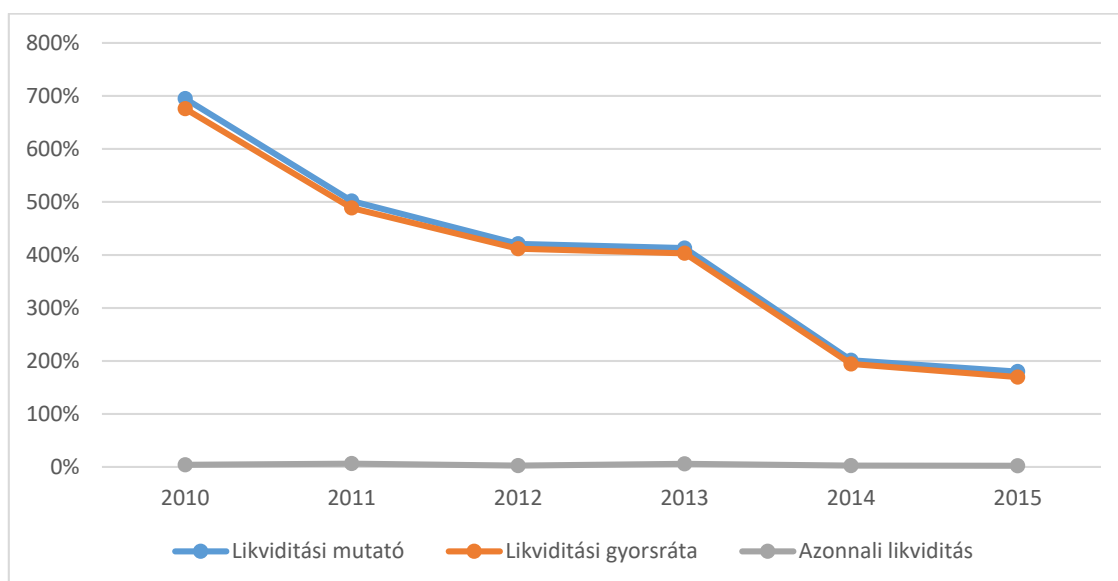
19. táblázat: Az adósságállományt vizsgáló mutatók

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Adósságállomány aránya</i>	5,10	5,44	5,51	0,00	0,00	0,00
<i>Adósságállomány fedezettsége</i>	1859,44	1739,76	1715,79	-	-	-

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A vállalat általános likviditásától igen csekély mértékben tért el a készletekkel csökkentett likviditási mutató. Mindkét mutató esetében egy folyamatos csökkenés ment végbe a 2010 és 2015 között, 700%-ról 200% alá, míg a pénzeszközök állománya végig nagyon alacsonyan állt a rövid lejáratú kötelezettségekhez képest. Az fokozatos rövid lejáratú kötelezettségek állomány növekedése a forgalom kismértékű növekedésére utal.

17. ábra: A likviditási mutatók, 2010-2015



Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

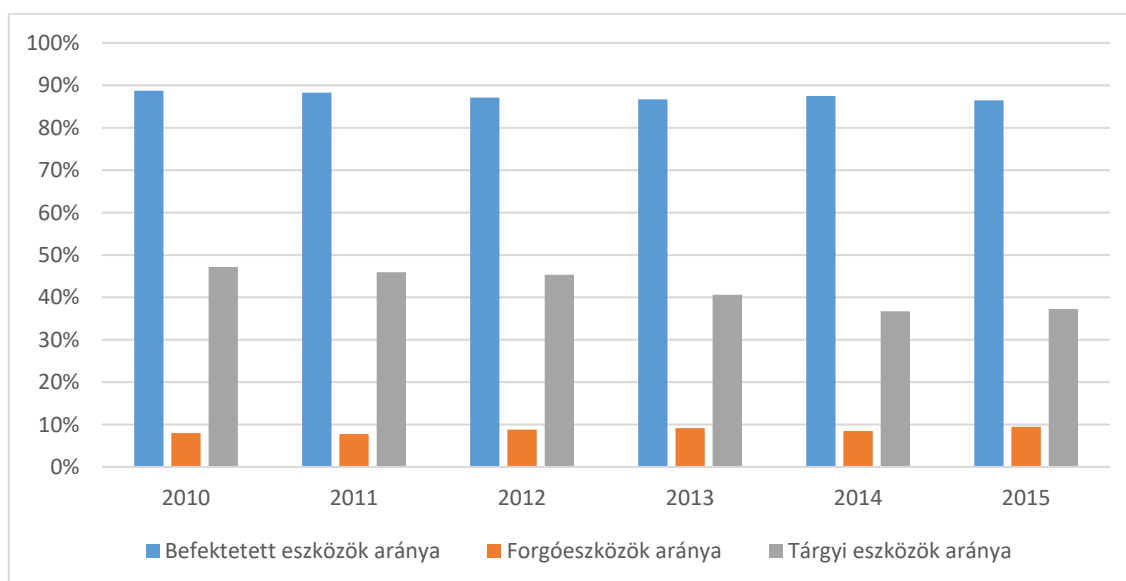
4.3.2. Magyar Telekom Nyrt.

A vállalat jogelődjét, a Matáv-ot 1991-ben alapították, amely még 100%-os állami tulajdonban állt, majd a privatizációt követően a Deutsche Telekom többségi tulajdonába került. Mára az ország legnagyobb távközlési vállalatává nőtte ki magát.

4.3.2.1. A vagyoni helyzet átfogó elemzése

A vállalat eszközszerkezetének összetétele a vizsgált időszakban szinte változatlan maradt. Túlnyomórészt befektetett eszközöket tartalmaz, amelynek aránya végig 85% fölött állt. A tárgyi eszközök teljes eszközállományhoz viszonyított aránya 2010 után enyhén csökkenni kezdett 47%-ról 37%-ra, míg a forgóeszközök állománya enyhén emelkedni kezdett, de még így sem érte el a 10%-ot az összes eszközön belül.

18. ábra: Az eszközoldali mutatók, 2010-2015



Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A tőkeellátottsági mutató szerint, a saját tőke néhány százalékpontos eltéréssel tartósan a források 40%-át alkotta 2010 és 2015 között. A kötelezettségeket illetve a nagyobb szerep a tőkeszerkezetben belül, hiszen 55% körül mozgott az arányuk, míg a céltartalékok aránya 1% és 2% között változott. A jegyzett tőkéhez képest a saját tőke 300% fölötti arányban volt jelen a vállalat mérlegében, amely eredményes működést jelez.

20. táblázat: A forrásoldali mutatók (adatok százalékban)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Tőkeellátottság</i>	39,84	37,62	36,74	38,10	38,57	39,07
<i>Saját tőke - jegyzett tőke aránya</i>	352,16	331,37	310,14	340,96	376,19	380,75
<i>Kötelezettségek aránya</i>	52,95	56,00	56,19	55,06	55,21	54,46
<i>Céltartalék aránya</i>	2,03	1,29	2,04	1,48	1,29	1,72

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A befektetett eszközök állománya bőven túltett a vállalat saját tőkéjén, arányuk nem érte el az 50%-ot sem 2010 és 2015 között. A hosszú lejáratú kötelezettségekkel kiegészített saját tőke 70% és 80% közti fedezetet biztosított a tartós eszközöknek, így a finanszírozás egy része rövid lejáratú kötelezettségekkel valósult meg. Ezt a finanszírozási politikát a nettó forgótőke is alátámasztja, amely végig negatív volt a

vizsgált időszakban, vagyis jelentős 1 éven belüli tartozás szolgált tartós eszközök fedezetéül.

21. táblázat: A horizontális mutatók

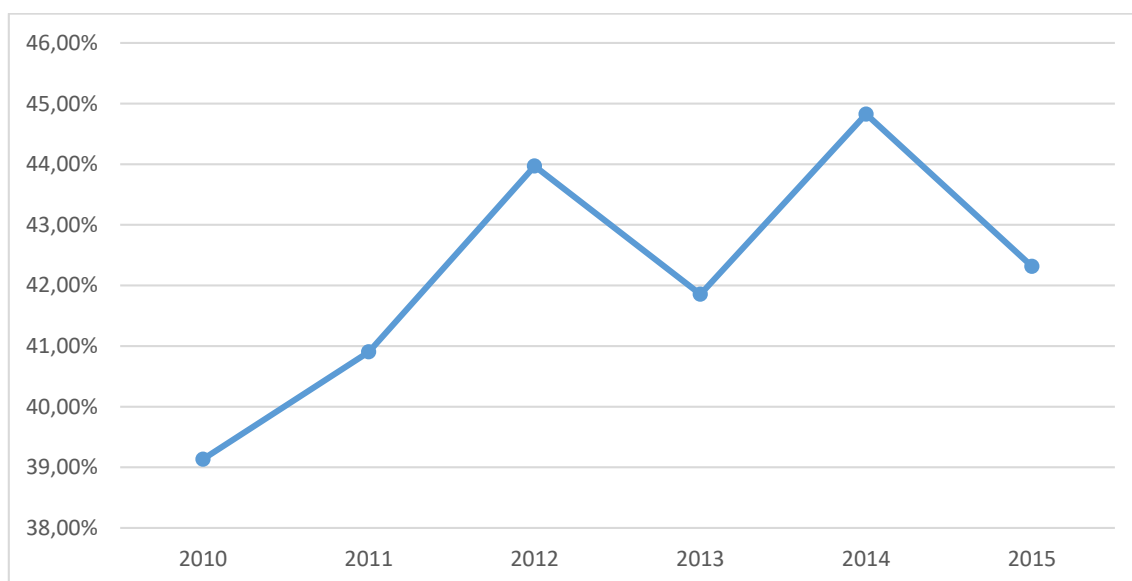
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Befektetett eszközök fedezete A (%)</i>	44,90	42,62	42,18	43,94	44,09	45,18
<i>Befektetett eszközök fedezete B (%)</i>	73,76	72,12	75,27	75,57	79,91	78,32
<i>Nettó forgótőke (millió forint)</i>	-178376	-204043	-163461	-172483	-156795	-165985

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

4.3.2.2. A pénzügyi helyzet átfogó elemzése

A pénzügyi helyzet elemzése során belátható, hogy az adósságállomány - amely a hosszú lejáratú kötelezettségeket foglalja magába - a saját tőkéhez képest eltörpül, aránya tartósan 40% körül mozog. A vállalat tőkeszerkezete a tartós forrásokon belül tehát inkább saját tőkére támaszkodik, mint külső forrásra. Azonban a hosszú lejáratú kötelezettségek növekedése tapasztalható így is a forrásoldalon, amely arra enged következtetni, hogy a cég további hálózatbővítéshez használt fel idegen forrást, amelyet alátámaszt az a tény, hogy a Telekom ebben az időszakban vitte véghez az országos szintű otthoni internethálózat bővítést

19. ábra: Az adósságállomány aránya, 2010-2015



Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A vállalat likviditása magas rövid lejáratú kötelezettségek arányának, valamint a tartósan alacsony forgóeszköz állományának köszönhetően nem érte el a 40%-ot 2010 és 2015 között. Ennél néhány százalékponttal alacsonyabb eredményt mutat a készletekkel csökkentett likviditás, míg az alacsony pénzeszközállomány mindössze a rövid lejáratú kötelezettségek 2,25%-át fedezte 2010-ben, majd 0,32%-ig zsugorodott 2015-ig.

22. táblázat: Likviditási mutatók (adatok százalékban)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Likviditási mutató</i>	29,20	25,85	32,14	33,12	35,41	36,69
<i>Likviditási gyorsráta</i>	26,42	23,52	27,83	29,90	31,37	32,78
<i>Azonnali likviditás</i>	2,25	1,57	1,45	1,90	1,17	0,32

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

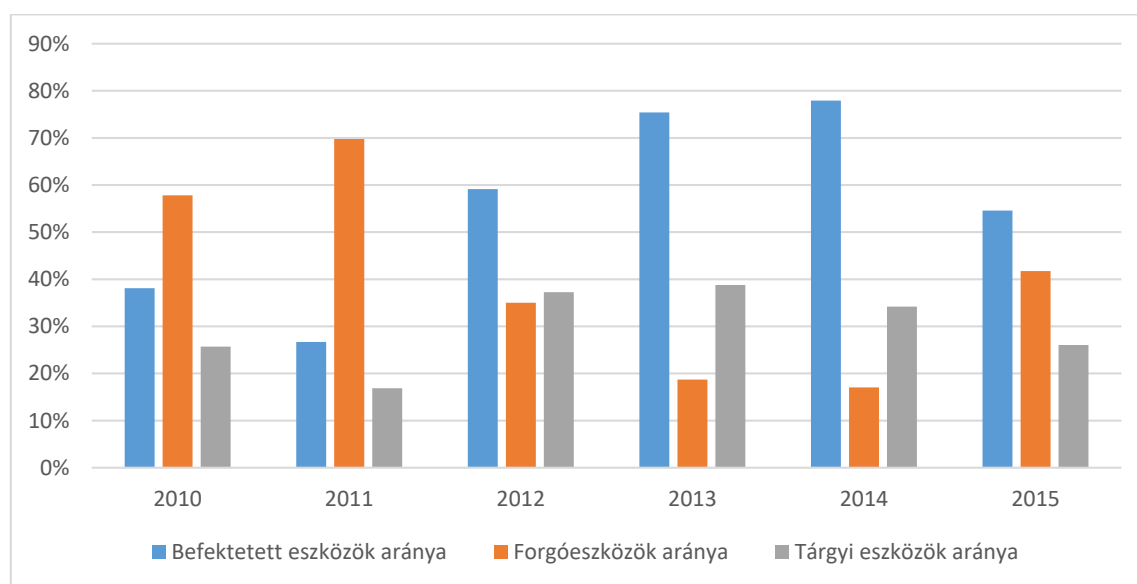
4.3.3. Telenor Magyarország Zrt.

A norvég tulajdonú Telenor Magyarország Zrt. jogelődjét 1994-ben alapították Magyarországon. A cég több mint 125 országban van jelen, mint mobilszolgáltató, piaci részesedése alapján a második helyet foglalja el hazánkban.

4.3.3.1. A vagyoni helyzet átfogó elemzése

A vállalat eszközszerkezetén látható, hogy az eszközök aránya erősen ingadozó volt a vizsgált periódusban. 2010 és 2011 között 58%-ról 70%-ra emelkedett a forgóeszközök aránya, miközben a befektetett eszközöké csökkent. 2012-től ez az arány megfordult, és 2014-ben csúcsosodott a befektetett eszközök 78%-os szintjén, majd 2015-ben 55%-42%-ra közelített egymáshoz a két eszközfőcsoport aránya a befektetett eszközök javára. A tárgyi eszközök állománya kezdetben jelentős részt képviselt a befektetett eszközökön belül, azonban 2012 után nem tartott lépést azok növekedésével, és végig 40% alatt maradt az összes eszközön belül. A befektetett eszközök folyamatos változása esetleges finanszírozási problémákra utalhat, amelyet ezen eszközök eladásával ellensúlyozhattak.

20. ábra: Az eszközoldali mutatók, 2010-2015



Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A saját tőke az ingadozása ellenére is többszöröse volt a jegyzett tőkének az egyes években 2010 és 2015 között.

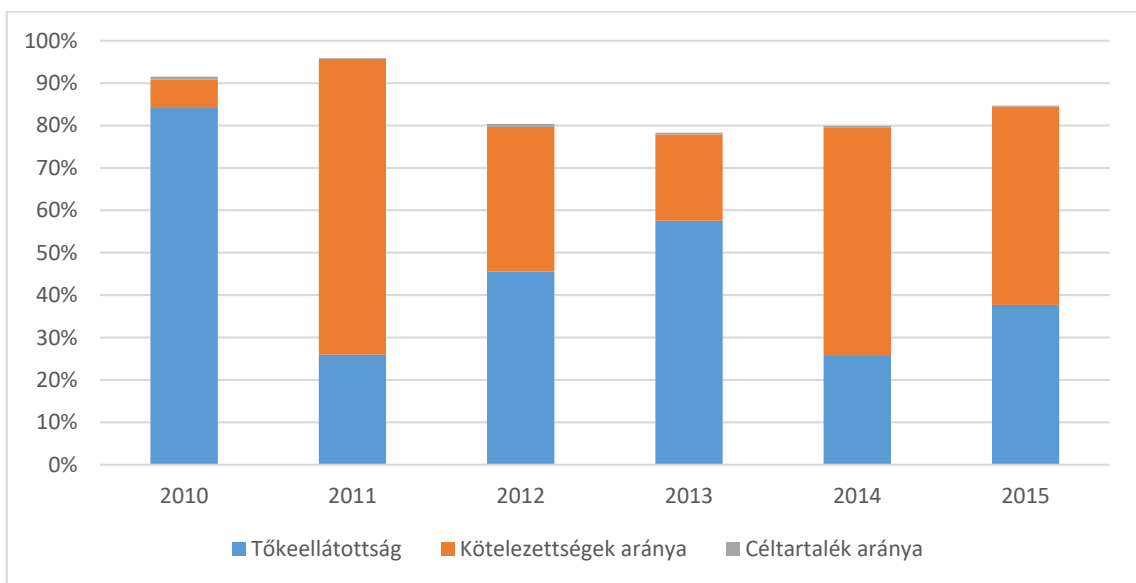
23. táblázat: Saját tőke vizsgálata (adatok százalékban)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Saját tőke - jegyzett tőke aránya	991,07	329,15	329,15	424,54	233,60	457,60

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A vállalat forrásoldalát vizsgálva továbbra is tapasztalható a tőkeszerkezet kiegyensúlyozatlansága és az arányok dinamikus változása. Míg 2010-ben a kötelezettségek aránya az összes forráson belül mindössze 7% volt, addig ez az arány 70%-ra nőtt a következő évre. Mind a saját tőke, mind a rövid lejáratú kötelezettségek erősen ingadoztak a vizsgált időszakban, amely nagy hatással volt a mutatók alakulására. A céltartalékok állománya 1% körül stagnált. A társaság a vizsgált időszakban nem rendelkezett hosszú lejáratú kötelezettségekkel, ezért az adósságállomány nem érdemel részletes elemzést.

21. ábra: A forrásoldali mutatók, 2010-2015



Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

A befektetett eszközök fedezete mutató a saját tőke ingadozása és a befektetett eszközök gyarapodása miatt erőteljesen csökkent, 220,78%-ról 32,91%-ra csökkent 2010 és 2014 között, majd 69,05%-ra emelkedett 2015-re. Mivel a tartós források nem nyújtottak elegendő fedezetet a tartós eszközöknek, ezért azok egy részét rövid lejáratú kötelezettségekből finanszírozták. A nettó forgótőke változása jól mutatja, hogy hogyan alakult át a vállalat tőkeszerkezete, hiszen azokban az években, amikor a nettó forgótőke negatív volt, akkor a rövid lejáratú kötelezettségek forgóeszközök mellett tartós eszközöket is fedeztek.

24. táblázat: A horizontális mutatók

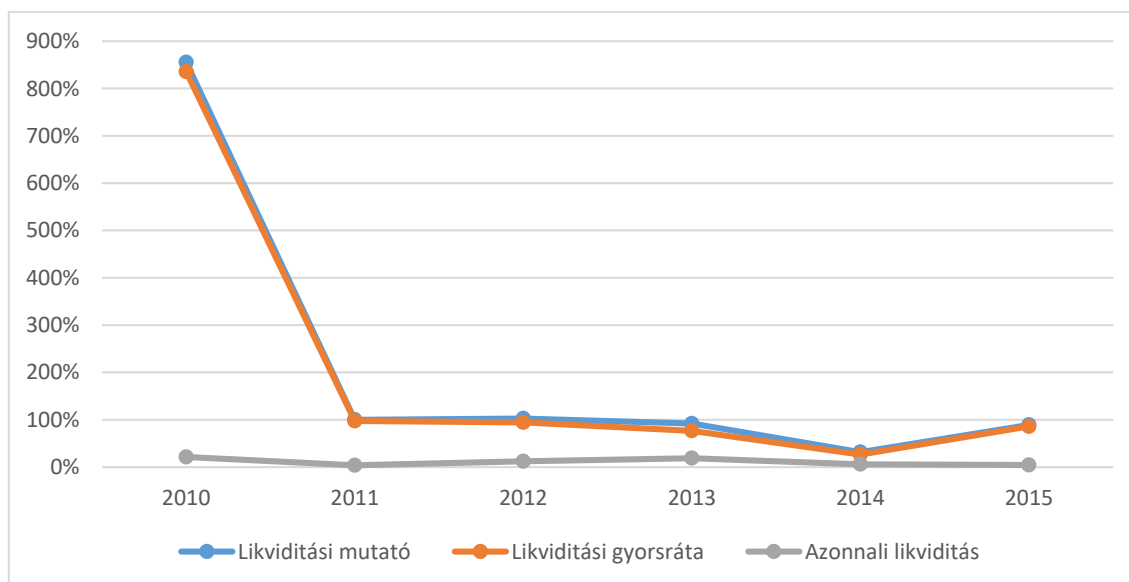
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Befektetett eszközök fedezete (%)</i>	220,78	97,30	77,07	76,34	32,91	69,05
<i>Nettó forgótőke (millió forint)</i>	113407	26	1214	-2250	-63087	-11591

Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

4.3.3.2. A pénzügyi helyzet átfogó elemzése

A vállalat nem rendelkezett hosszú lejáratú kötelezettségekkel 2010 és 2015 között, ezért az adósságállomány vizsgálata nem lehetséges. Likviditási szempontból azonban látható, hogy a vállalat növekvő rövid lejáratú kötelezettségek állományával nem tudott lépést tartani a forgóeszköz állomány, amely erősen változónak bizonyult a vizsgált időszakban. A készletekkel csökkentet arány majdnem ugyanúgy változott, mint az általános likviditási mutató, mindkettő 100% alá esett 2011 után. A vállalat azonnali likviditása a csekély pénzeszköz állománynak köszönhetően alacsonyan mozgott az évek során, nem haladta meg a 20%-ot.

22. ábra: A likviditási mutatók változása, 2010-2015



Forrás: saját számítás – a vizsgált társaság beszámolóinak adatai alapján

5. Értékelés

A vállalatok tőkeszerkezetének részletes elemzése után mindenképp szót érdemelnek a kapott eredmények, és azok értelmezése a vizsgált tőkeszerkezeti elméletek fényében. A három választott iparág vállalatai mind rendelkeznek iparági sajátosságokkal tőkeszerkezetük tekintetében, és mind különböznek is bizonyos szempontból. Ezeket a hasonlóságokat és eltéréseket próbálom feltárni ebben a fejeztben, és közben ahol lehetséges, ott kitérek a tőkeszerkezeti elméletek gyakorlati megvalósulására is.

5.1. A gép- és autóipar eredményeinek összegzése

Az iparág eredményeinek optimális értékeléséhez a vállalatok méreteit is figyelembe kell venni. Ehhez a vállalatok 2016-os adatait használtam fel, azok közül is az árbevételt, a dolgozók létszámát, valamint a mérlegfőösszeget.

25. táblázat: A gép- és autóipar választott vállalatainak méretei, 2016

	Mercedes-Benz Manufacturing Hungary Kft.	AUDI HUNGARIA MOTOR Kft.	Magyar Suzuki Zrt.
<i>Árbevétel (millió EUR)</i>	3403	7683	2284
<i>Létszám (fő)</i>	3630	12159	2919
<i>Mérlegfőösszeg (millió EUR)</i>	1163	5630	682

Forrás: Amadeus adatbázis

Mind a három értékelési szempontban toronymagasan az AUDI vezetett 2016-ban. Árbevétele több mint kétszerese volt az őt követő Mercedes-ének, dolgozói létszáma majdnem négyszerese, míg mérlegfőösszege 4 milliárd euróval haladta a német versenytársét. A Suzuki valamennyi vizsgált szempontban a harmadik helyen szerepelt.

Az eszközoldalón eltérések mutatkoznak a vizsgált vállalatok között. A két német vállalat nagyobb arányban birtokolt befektetett eszközöket, míg a Suzuki mérlege fele-fele arányban tartalmazott forgóeszközöket és befektetett eszközöket. A Mercedes eszközoldalán látszik, hogy egy frissen alapult cégről van szó, hiszen kezdeti beruházásai a magas befektetett eszközök állományban fellelhetőek.

A mérleg forrásoldalát vizsgálva látható, hogy amíg a Mercedes inkább idegen tőkét használt eszközei finanszírozásához, addig az AUDI és a Suzuki a saját tőkére támaszkodott. A Mercedes kezdeti beruházásaira utal a kötelezettségek csökkenő aránya.

A választásos elmélet szerint a jövedelmező, biztos lábakon álló vállalatok használják ki az idegen tőke adta előnyt, amelyet egyedül a Mercedes tőkeszerkezete igazol, hiszen a kötelezettségek nagyobb arányt képviseltek mérlegében, mint a saját tőke. Ezzel szemben az AUDI és a Suzuki tőkeáttétele jóval alacsonyabb volt arányaiban, mint ahogy azt a választásos elmélet alapján feltételeznénk.

A hierarchiaelmélet annál inkább helytálló az utóbbi két vállalat esetében. Az elmélet szerint a vállalat előbb választja a saját tőkét finanszírozáskor, mint az idegen tőkét. Ez igaz az AUDI és a Suzuki esetében, a Mercedes-ében viszont nem. Azonban, ha a Mercedes kötelezettségeit nézzük mélyebben, akkor látható, hogy a hosszú lejáratú kötelezettségek szerepeltek nagyobb arányban, vagyis a hierarchiaelmélet helytáll ezen a szinten. Ez utóbbi megállapítást viszont az AUDI és a Suzuki mérlege nem támasztja alá, mivel esetükben a rövid lejáratú kötelezettségek többségben voltak a hosszú lejáratú kötelezettségekkel szemben.

A tőkeszerkezet további elemzése választ ad az illeszkedési elv megvalósulására. A Mercedes esetében látható egy folyamat, amely a kötelezettségek átrendeződését foglalja magába. A tartós források egyre kisebb mértékben nyújtanak fedezetet a befektetett eszközöknek, míg a rövid lejáratú kötelezettségek állománya megközelíti, majd túllépi a forgóeszközökét. Ezért ebben az esetben egy agresszív finanszírozási stratégiáról beszélhetünk. Az AUDI esetében a saját tőke szinte minden évben megfelelő fedezetet nyújtott a befektetett eszközöknek, míg a rövid lejáratú kötelezettségekből nem jutott elég a forgóeszközök finanszírozására, így hosszú lejáratú kötelezettségek hiányában a vállalat saját tőkével finanszírozta az átmeneti forgóeszközök egy részét, amely a konzervatív finanszírozási stratégia sajátossága. A Suzuki mérlegéből kiolvasható, hogy a befektetett eszközök tartós forrásból voltak finanszírozva, amelyek 2010 és 2011 között hosszú lejáratú kötelezettségeket is tartalmaztak. A vállalat forgóeszköz állománya meghaladta a rövid lejáratú kötelezettségeket, ezért az átmeneti forgóeszközök egy részét tartós forrással fedezték, amely a konzervatív finanszírozási stratégiára vall. Megjegyzendő, hogy a forgóeszközök megosztása tartós és átmeneti részre nem került vizsgálatra.

5.2. A gyógyszeripar eredményeinek összegzése

A kutatáshoz választott gyógyszeripari vállalatok közül a Richter árbevétele és alkalmazottainak létszáma jelentősen túlszárnyalta versenytársait a vállalatok méreteit jellemző adatok alapján 2016-ban. A mérlegfőösszegek összehasonlítása a TEVA fölényét mutatja, míg a Sanofi érte el a legkisebb árbevételt és adott munkát a legkevesebb embernek. SANOFI-AVENTIS Zrt, a magyar alapítású Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyrt, valamint az izraeli gyökerekkel rendelkező TEVA Gyógyszergyár Zrt.

26. táblázat: A gyógyszeripar választott vállalatainak méretei, 2016

	SANOFI- AVENTIS Zrt.	Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyrt.	TEVA Gyógyszergyár Zrt.
<i>Árbevétel (millió EUR)</i>	561	1259	748
<i>Létszám (fő)</i>	235	11820	2803
<i>Mérlegfőösszeg (millió EUR)</i>	219	2629	4786

Forrás: Amadeus adatbázis

Az eszközoldalón nagy eltérések mutatkoztak a vállalatok között. A Sanofi befektetett eszközállománya eltörpült a forgóeszköz állománya mellett, a Richter nagyobb hangsúlyt fektetett tartós eszközök halmozására, míg a TEVA mérlegei enyhén alacsonyabb befektetett eszközállományt mutattak 2015 kivételével, amikor ez az arány megfordult.

A tőkeszerkezetek vizsgálata azt mutatja, hogy a Sanofi hasonló arányban rendelkezett saját tőkével és kötelezettséggel, a Richter saját tőke állománya jelentős a kötelezettségeihez képest, míg a TEVA tőkeszerkezete az enyhén saját tőke túlsúlyból elkezdett átbillenni a kötelezettségek irányába.

Annak ellenére, hogy a vállalatok méretei alapján a három vállalat közül a Sanofi számít a legkisebbnek, adósságállománya mégis zérus volt 2010 és 2015 között, így az adósságpajzs adta előnyt nem használta ki, ami ellentmond a választásos elméletnek. Ez a Richter és a TEVA esetében is elmondható, még úgy is, hogy az utóbbi kettő rendelkezett hosszú lejáratú kötelezettségekkel, de azok saját tőkéhez viszonyított aránya elenyésző volt.

A Sanofi forrásai nagyobb mértékben tartalmaztak kötelezettségeket, mint saját tőkét, amely hierarchiaelmélet szerint pont fordítva kívánatos. A kötelezettségeken belül

sincs megfelelés az elmélet által elvárt rangsornak, mivel a társaság csak 1 éven belüli tartozással rendelkezett, hosszú lejáratú kötelezettségei nem voltak. A Richter ezzel szemben megfelelt a hierarchiaelméletnek, forrásai főleg saját tőkéből álltak. Kötelezettségein belül a rövid és a hosszú lejáratú kötelezettségek aránya folyamatosan változott, bár jelentős 1 éven túli kötelezettség állománnyal bírt, amely csökkent az évek folyamán, így itt nem beszélhetünk az elmélet igazolásáról. Míg a TEVA forrásai inkább saját tőkéből voltak finanszírozva, bár az évek folyamán csökkenő arányban, miközben kötelezettségei nőttek, amely ellentmond az elmélet elveinek. Kötelezettségein belül látható, hogy rövid lejáratú kötelezettségeit évről évre gyarapodtak, míg a hierarchiaelmélet szerinti rangsorban előbb helyet foglaló hosszú lejáratú kötelezettségeinek állományát leépítette, amely nem egyezik meg a hierarchiaelmélet elvárásaival.

A tőkeszerkezeti elemzés a Sanofi esetében arra világított rá, hogy a vállalat konzervatív finanszírozási stratégiát követett, mivel nagy arányban finanszírozott átmeneti forgóeszközt tartós forrásból, amelynek többek között az is oka volt, hogy a forgóeszközök állománya a befektetett eszközök állományának többszöröse volt. A Richter esetén hasonlóan elmondható, hogy a befektetett eszközöknek elegendő fedezetet nyújtottak a tartós források, amelyekhez átmeneti forgóeszközöket is hozzárendeltek. A TEVA tőkeszerkezeti politikája teljes mértékben megegyezett a versenytársaiéval 2015-ig, amikor a befektetett eszközök aránya hirtelen megnőtt, amivel a tartós források szintje nem emelkedett hasonló arányban, így a tartós eszközök egy részének rövid lejáratú kötelezettségek jelentettek fedezetet. Ez a konzervatív finanszírozási stratégia így agresszív finanszírozási stratégiába alakult át. Ezen az iparágon belül is megjegyzendő, hogy a forgóeszközök megosztása tartós és átmeneti részre nem került vizsgálatra.

5.3. A távközlési iparág eredményeinek összegzése

A távközlési iparágat méretei alapján messze a Magyar Telekom vezette 2016-ban, árbevétele, dolgozói létszáma, valamint mérlegfőösszege sokszorososa volt az öt követő vállalatok eredményeinek. A Vodafone és a Telenor szinte azonos árbevételt termelt 2016-ban, előbbi mérlegfőösszege 85 millió euróval haladta meg a Telenorét, míg a dolgozók létszáma között majdnem 700 fő volt az eltérés a Vodafone javára.

27. táblázat: A távközlési iparág választott vállalatainak méretei, 2016

	Vodafone Magyarország Zrt.	Magyar Telekom Nyrt.	Telenor Magyarország Zrt.
Árbevétel (millió EUR)	489	1947	495
Létszám (fő)	1909	9488	1248
Mérlegfőösszeg (millió EUR)	597	3797	514

Forrás: Amadeus adatbázis

Az eszközoldali mutatók szerint, a Vodafone az addig is többégből lévő befektetett eszközeinek aránya növekedésnek indult a forgóeszközökéhez képest. A Telekom egy stabil befektetett eszközök arányt tartott fent, amelyhez képest a forgóeszközök aránya eltörpült, míg a Telenor mérlegében az eszközcsoportok folyamatosan változtak.

A forrásoldalt a saját tőke dominálta a kötelezettségekkel szemben a Vodafone mérlegében. A Telekom tőkeszerkezete ezzel szemben a kötelezettségekre helyezett nagyobb hangsúlyt, míg a Telenor forrásoldalára – hasonlóan annak eszközszerkezetéhez – a kiegyensúlyozatlanság volt jellemző.

A Vodafone tőkeszerkezete nem állt párhuzamban a választásos elmélet következtetésével, miszerint a nyereséges, biztos anyagi háttérrel rendelkező vállalatok azért növelik kötelezettségeiket, a lehető legeredményesebben kihasználják az adópajzs adta előnyt. A Telekom a nagyobb mennyiségű kötelezettség állományának köszönhetően eleget tett az elmélet elvárásainak, míg a Telenornál ilyen fajta tudatosság nem volt felfedezhető.

A hierarchiaelméletnek megfelelt a Vodafone finanszírozási politikája, hiszen nagyrészt saját tőkéből finanszírozta eszközeit, míg a kötelezettségein belül a hosszú lejáratú kötelezettségek is szerepet kaptak, bár 2013-tól az 1 éven belüli kötelezettségek aránya jelentősen megnőtt, amely nem egyezik az elmélet elveivel. A Telekom tőkeszerkezete kevésbé áll összhangban a hierarchiaelmélettel, mivel kötelezettségei nagyobb arányt képviseltek a forrásokon belül, mint a saját tőke. Ha a kötelezettségeit vizsgáljuk, látható, hogy az 1 éven túli kötelezettségekhez fordult a vezetőség finanszírozáskor, és csak utána rövid lejáratú kötelezettségekhez, amely megfelel az elmélet elvárásainak. A Telenor hullámzó finanszírozási háttere nem egységes a hierarchiaelmélet sajátosságaival, kötelezettségein belül pedig az 1 éven túli

kötelezettségek nem is szerepeltek, szemben a rövid lejáratú kötelezettségekkel, amelyek folyamatosan növekedtek.

A mutatószámok vizsgálatakor megállapítható, hogy a Vodafone tartós forrásból finanszírozta befektetett eszközeit, valamint átmeneti forgóeszközeinek egy részét, amely a konzervatív finanszírozási stratégiára utal. A Telekom tőkeszerkezetén látható, hogy a tartós források nem jelentettek elégséges fedezetet a még befektetett eszközök 50%-ának sem, amely rész finanszírozására lehetséges forrást jelentenek az átmeneti források. Ez a finanszírozási politika az agresszív stratégia tulajdonságait hordozza. A Telenor állandóan változó tőkeszerkezete nem felel meg az illeszkedési elvnek. A finanszírozási politikája 2010-ben inkább mondható konzervatívnak, mivel befektetett eszközei teljes finanszírozása saját tőkéből történt a hosszú lejáratú kötelezettségek hiányában, azonban 2011 és 2015 között a tartós eszközök egy része mögött átmeneti források álltak, amely már az agresszív finanszírozási stratégiára jellemző. Megjegyzendő, hogy a forgóeszközök megosztása tartós és átmeneti részre nem került vizsgálatra.

5.4. Összegzés

Az eredmények összesítése és kiértékelése után annyi belátható, hogy az elméletek gyakorlatban nem valósulnak meg teljes mértékben egyik vállalat esetében sem. Sokkal inkább tapasztalható, hogy az elméletek egy bizonyos mértékben jelentenek iránymutatást a finanszírozási stratégiák kidolgozásában és alkalmazásában. A vállalatok tőkeszerkezeti változásai bizonyos esetekben inkább spontánnak tűnnek, mint szabálykövetőnek. Egyik esetben sem találtam tisztán elméletre épülő finanszírozási gyakorlatot, bár sok esetben felfedeztem összefüggést az adott vállalat mutatói és az elméletek között. A hierarchiaelmélet és a választásos elmélet könnyen bizonyítható vagy cáfolható volt a mutatószámok felhasználásával, míg az ügynökelmélet sajátossága miatt nem. A csordaszellem helyes értelmezéséhez jóval nagyobb számú vállalat vizsgálatára lenne szükség, így ennek az elméletnek a gyakorlati megvalósulására nem reflektálok.

6. Összefoglalás

Szakedolgozatomban a tőkeszerkezeti elméletek gyakorlati megvalósulását kutattam hazai nagyvállalatok példáin keresztül. Ennek során céлом az volt, hogy feltárjak minden lehetséges összefüggést az elméletek gondolatai és a vállalatok működésének eredményei között.

Ehhez első lépésként vázoltam a vállalati pénzügyek tudományágának főbb tőkeszerkezetekről szóló elméleteit, amelyek megítélésem szerint relevánsak a dolgozatom szempontjából, és részletesen bemutattam azokat. Ezek közül szót ejtettem a tradicionális elmélet és a Modigliani - Miller tételek mellett a választásos elmületről, amely szerint a vállalatok méretei és eredményessége határozza meg az idegen és a saját tőke közti döntést, úgy, hogy a lehető legnagyobb adómegetakarítás lebeg a vállalatok vezetőinek szeméi előtt, mint cél. Ehhez képest sok esetben ennek ellenkezőjét tapasztaltam, hogy a biztos lábakon álló vállalatok inkább saját tőkéjükben bíznak, míg a kisebb, kevésbé tőkeerős vállalatok folyamodnak külső tőkéhez, mivel más lehetőségük nincsen. A hierarchiaelmélet egy optimális sorrendet határoz meg a tőkeszerkezeten belül, amelyben elsőbbséget élveznek a kevésbé kockázatos finanszírozási lehetőségek, mint a saját tőke, vagy a kötelezettségeken belül a hosszú lejáratú kötelezettségek. Az elmélet bizonyos esetekben megvalósult a gyakorlatban, de sokszor pont az ellenkezője történt. Továbbá részleteztem az ügynökelméletet, amely a vállalat szereplői között felmerülő érdekellentétek problémáját és lehetséges következményeit pedzegeti, valamint a csordaszellem elméletet, amely egy utánzó mechanizmusként ábrázolja a vállalatok tőkeszerkezetének kialakításakor figyelembe vett szempontok alkalmazását. Utóbbi két elmélet gyakorlati megvalósulásának teszteléséhez további, részletesebb – akár belső - vizsgálatokra lett volna szükség, amelyre nem volt lehetőségem.

Kutatásom során elsődlegesen a vállalatok beszámolóit vizsgáltam, és az onnan begyűjtött adatokat összesítettem. Felhasználtam az egyetem által biztosított lehetőségeket is, amelyek a könyvtári könyvek kölcsönzésén túl az Amadeus adatbázishoz való ingyenes hozzáférést jelentette, amely egy kiegészítő forrásként funkcionált a vállalatok adatainak gyűjtésében. Az adatgyűjtést a mutatószámok összeállítása követte, amelyek elemzése nyújtotta az alapját az elméletek gyakorlati vizsgálatának.

Az összeállított mutatószámok, táblázatok és ábrák elemzését kilenc vállalat esetében tettem meg. Ezek közül a Mercedes-Benz Manufacturing Kft, az AUDI HUNGARIA MOTOR Kft, valamint a Magyar Suzuki Zrt. a gép- és autóipart képviselte, a SANOFI-AVENTIS Zrt, a Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyrt, valamint a TEVA Gyógyszergyár Zrt. a gyógyszeripart, míg a Vodafone Magyarország Zrt, a Magyar Telekom Nyrt, valamint a Telenor Magyarország Zrt. a távközlési iparágat. A gép- és autóipar esetében általánosságban elmondható, hogy a vizsgálat vállalatai magas befektetett eszköz állománnyal és forgóeszköz állománnyal rendelkeztek, amellyel szemben erős saját tőke fedezet állt, de hosszú lejáratú kötelezettség is jellemző, ha a Mercedes mérlegét vizsgáljuk. Az AUDI és a Suzuki jellemzően saját tőkét használt finanszírozáshoz, előbbi hosszú lejáratú kötelezettségekkel sem rendelkezett a vizsgált időszakban. A gyógyszeriparból választott három vállalatnál a saját tőke szerepe szintén jelentős volt, bár eszközoldal sok az eltérés. A nagyobb befektetett eszközök aránnyal rendelkező Richter főleg saját tőkéből finanszírozott, de mérlegében a hosszú lejáratú kötelezettségek is szerepet kaptak. A Sanofi magas forgóeszköz arányával szemben a saját tőke és a rövid lejáratú kötelezettségek szinte azonos aránya állt, míg a TEVA eszközeit hosszú lejáratú kötelezettségekkel is finanszírozta. A távközlési iparágról is elmondható ez a sokszínűség, mivel itt is különböző összetételű tőkeszerkezeteket vizsgálhattam. A Vodafone forrásoldalát főleg saját tőkével töltötte fel, amelyhez egy erősebb befektetett eszköz arány párosult eszközoldalról. A Telekom mérlegében szinte csak befektetett eszköz szerepelt eszközoldal, amellyel szemben nem állt egy hasonlóan hangsúlyos saját tőke állomány, itt az idegen tőke is fontos szerepet kapott. A Telenor egészen ingatag eszközoldala mögött egy hasonlóan kiszámíthatatlannak tűnő forrásoldal állt.

Összességében a kutatás elvégzése után, a kapott eredmények láttán az a megítélésem, hogy a három választott iparág nagyvállalatainak tőkeszerkezetében kevésbé lehet felfedezni egy logikus, elméletekkel alátámasztható szerkezetet. Nem találtam döntő bizonyítékot arra, hogy az egyes nagyvállalatok előre meghatározott módon, tudatosan használnák a dolgozatomban részletezett tőkeszerkezeti elméleteket, és azokhoz kitartóan ragaszkodnának. Sokkal inkább egy kiszámíthatatlan, spontán tervezés látszatát keltik a kutatás eredményei, amelyeket több, a beszámoló elemzéséből ki nem következtethető körülmény befolyásol. A vállalatok sajátosságaiknak, tulajdonosi szándéknak és hajlandóságnak, valamint a piaci lehetőségeknek megfelelően

fejlesztnek, beruháznak, és növelik az értékesítésüket, és az ezen folyamatok hatására kialakuló eszköz- és tőkeszerkezet mutat bizonyos hasonlóságokat meglévő elméletekhez. A nagyvállalatok vezetői nagyrészt tisztában vannak azokkal a körülményekkel, amelyekkel összhangba kell állítaniuk a vállalat tőkeszerkezetét, és ezekre legritkább esetben adnak választ a tőkeszerkezeti elméletek. Ezen elméletek inkább iránymutatást adnak, és bizonyos helyzetekben értelmezik a tőkeszerkezeti döntések kimenetelét.

Irodalomjegyzék

BREALEY – MYERS: Modern vállalati pénzügyek (Panem Kft, Budapest, 2005)

DR. BÍRÓ, T – KRESALEK, P – DR. PUCSEK, J – DR. SZTANÓ, I: A vállalkozások tevékenységének komplex elemzése (Perfekt, Budapest, 2016)

DR. BOZSIK, S: Pénzügyi számítások (Bíbor, Miskolc, 2000)

DR. GYULAI, L: A kis- és középvállalkozások üzletfinanszírozása (Saldo, Budapest, 2011)

HEGEDŰS, SZ – ZÉMAN, Z: Tőkeszerkezeti elméletek érvényesülésének vizsgálata a hazai önkormányzati tulajdonú gazdasági társaságok körében (Statisztikai Szemle, 94. évfolyam, 10. szám, 1033-1047. o.)

ILLÉS, I – GYULAI, L – LAUF, L: A vállalatfinanszírozás alapjai (Saldo Zrt, Budapest, 2013)

KRÉNUSZ, Á: A vállalati tőkeszerkezet meghatározó tényezőinek új modellje és annak vizsgálata Magyarország példáján (PhD értekezés, Budapesti Corvinus Egyetem, Budapest, 2007)

SZEMÁN, J: A magyar vállalati szektor tőkeszerkezetének elemzése 1992-2003 között (PhD-értekezés, Miskolci Egyetem, Miskolc, 2008)

2000. évi C. törvény a számvitelről

<https://www.audi.hu>, letöltve 2018. április 23.

<https://www.boon.hu/gyogyszeripari-beruhazas-fejezodik-be-sajobabonyban/3038805>, letöltve 2018. április 23.

<https://m.mercedes-benz.hu>, letöltve 2018. április 23.

<https://www.portfolio.hu/vallalatok/it/magyarorszag-epp-most-jatssza-el-nagy-eselyet-vagy-elsul-a-mesterterv.265867.html>, letöltve 2018. április 23.

<https://www.richter.hu/hu-HU/Pages/default.aspx>, letöltve 2018. április 23.

<https://www.sanofi.hu/l/hu/hu/index.jsp>, letöltve 2018. április 23.

<https://www.suzuki.hu>, letöltve 2018. április 23.

<https://www.telekom.hu/lakossagi/szolgaltatasok/internet/otthoni/halozatfejlesztes>,
letöltve 2018. május 05.

<https://www.telekom.hu/rolunk>, letöltve 2018. április 24.

<https://www.telenor.hu/rolunk>, letöltve 2018. április 24.

<https://www.teva.hu/ceginformacio/teva-tortenet>, letöltve 2018. április 23.

<https://www.vg.hu/vallalatok/varga-mihaly-huzoagazat-a-gyogyszeripar-775429/>,
letöltve 2018. április 23.

<https://www.vodafone.hu/magyar>, letöltve 2018. április 24.

