

1. Vállalati növekedés, jövedelmezőség és fejlődőképesség

A kutatás során vizsgált vállalati minta segítségével a szakmai köztudatban élő képtől merőben eltérő növekedési-gazdálkodási pálya körvonalai bonthatók ki. A gazdaságunkban működő vállalatok 20 éves (1993-2012) növekedési tapasztalatai arról győznek meg bennünket, hogy a vizsgált időszak nem tekinthető homogénnek, hanem négy – jól elhatárolható – szakaszra bontható.

Az *első* időszakban (1990-1995) nagy megrázkódtatással járó piacgazdasági átalakulás megy végbe, aminek első fele válság, a második pedig kibontakozás jellegű. Ebben az időben százával szűnnek meg a tervgazdasági rendszer gerincét képező nagyvállalatok és százezer számra alapítanak új vállalkozásokat. Az időszak legjelentősebb fejleménye a multinacionális cégek hazai leányvállalatainak létrehozása. Az átmenet természetének megfelelően ennek a periódusnak negatív a növekedési egyenlege: az új vállalkozások még nem pótolják a nemzetgazdasági teljesítmény tranzíció miatti kiesését.

A *második* növekedési szakasz (1996-2000) felfogható „*aranykori*” növekedési pályaszakaszként is, mivel a két évtizedes vizsgálati időtartamnak ezek a legeredményesebb évei, mind a növekedés, mind a vállalati növekedés, mind a vállalati fejlődési perspektíva szempontjából. Sem előtte, sem utána nem voltak olyan kedvezőek a gazdálkodási indikátorok, mint az 1990-es évek második felében. E kedvező fejlődési-növekedési klíma feltehetően szerves kapcsolatban volt az abban az időben kibontakozott kedvező konjunktúrával a globális gazdaságban.

A *harmadik* növekedési időszak (2001-2007) a *visszaesés* periódusaként tekinthető. Ebben az időben ér véget a globális gazdaság kivételesen kedvező konjunkturális szakasza, s ez a hazai vállalatok növekedési esélyeit határozottan rontotta. A közvetlen megelőző években hazánkban lelassul és megszűnik az ún. nagyprivatizáció, s így újabb külföldi működő tőkével finanszírozott vállalatok alapítására is egyre kevésbé kerül sor. Erre a periódusra az alapvető gazdálkodási indikátorok majdnem teljes körű csökkenése megy végbe, a mutatók a megelőző évtizedhez képest számos esetben feleződnek.

A *negyedik* szakasz (2008-2012) a *válság* időszaka, amelynek okai bár igazolhatóan a globális gazdasági és pénzügyi rendszer kríziséből eredeztethetőek, mégsem tekinthetünk el a megelőző évek több éves visszaesésétől, s a válság időszakát annak szerves folytatásaként is felfoghatjuk. A visszaesés és a válság időszaka együtt, évtizednél is hosszabb időt jelent, s csak megszorítással feltételezhetjük, hogy ez a termelési-gazdálkodási válság 2013-2014-ben megszűnt és bekövetkezett a fordulat.

Jó közelítéssel állítható, hogy a vázolt növekedési-gazdálkodási pálya történéseinek nemcsak külső okai lehettek. További okok és mozgatók feltárására is vállalkozott a kutatás, s ennek eredményeit alább vázoljuk. Külön-külön mutatjuk be a hazai és külföldi tulajdoni többségű vállalati kör eredményeit és a vállalati növekedést befolyásoló indikátorok alakulását, s azt a meglepő együttmozgást, ami az indikátorok időbeli alakulását jellemzi. A mutatók prezentálása és értékelése a feldolgozóiparra és a teljes szolgáltatási szektorra vonatkozik. Az alapul vett adatbázis a fentebb jelzett négy növekedési szakaszból hármát fed le (1993-2006), azaz a válság időszakára nem vonatkozik az értékelés.

Az árbevétel átlagos növekedési rátája az első két szakaszban a hazai tulajdoni többségű feldolgozóiparban 15%-os volt, a harmadik szakaszban ez 10%-osra csökkent. Ugyanez a mutató a külföldi tulajdoni többségű feldolgozóiparban, az 1990-es években átlagosan 25%-os volt, majd a harmadik szakaszban, évi átlagban 15%-osra mérséklődött. A hazai tulajdoni többségű szolgáltató vállalatok értékesítési árbevételének növekedési rátája az első két időszakban stabil volt. A növekedési ráta az első két szakaszban évente átlagosan 20% körül volt, viszont a harmadik időszakban 12%-os arányra csökken. Ugyanez a mutató a külföldi tulajdoni majoritású vállalatoknál az 1990-es években átlagosan 30%-os volt, azonban ez a harmadik növekedési-gazdálkodási időszakban a felére (15% körülire) csökkent. Az árbevétel átlagos növekedési rátája ezek szerint, a szolgáltatásban lényegesen magasabb volt, mint a feldolgozóiparban, továbbá a külföldi tulajdoni többségű vállalatok vonatkozó mutatói jelentősen meghaladták a hazai tulajdoni többségű vállalatokéit. Az a leginkább figyelemre méltó tapasztalat, hogy a 2000-es évek legelejétől mindkét

jelentős szektorban erőteljes visszaesés következett be az értékesítési árbevétel növekedési rátájában. Ezt a visszaesést nem tudta ellensúlyozni sem a korabeli keresletélénkítő gazdaságpolitika, a teljesítménnyel nem fedezett bérkiáramlás, s a fogyasztási hitelek állományának ugrásszerű megnövekedése.

A vállalati működés eredményességét öt mutatószám segítségével vizsgáltuk. Az *első* a működési jövedelmezőség alakulásának elemzése volt. E mutató esetében az üzleti tevékenység eredményét hasonlítottuk az értékesítés nettó árbevételéhez. A hazai tulajdoni többségű feldolgozóipari vállalatok árbevétel-arányos működési jövedelme az 1990-es években mindvégig lassú javulást mutatott, s az évtized végére elérte az 5%-os arányt, majd a harmadik időszakban fokozatos süllyedés után 4%-os aránynál stabilizálódott. A külföldi tulajdoni többségű, ugyanezen szektorbeli vállalatok vonatkozó mutatója a nagyon alacsony kezdeti értékek után 5%-os átlagot mutatott, s a visszaesés időszakában sem haladta meg az évi átlagos 4%-ot. A hazai tulajdoni többségű szolgáltató vállalatok az első két szakaszban évi átlagos 0%-os arányt mutattak, egyes években jelentős negatív értékekkel. A harmadik szakaszban a működési jövedelmezőség átlagos 4%-os értéken stabilizálódott. A külföldi tulajdoni többségű szolgáltató cégek működési jövedelmezősége merőben más képet mutat: az 1990-es évek átlagában ez a ráta -8%-os értéket mutatott, ám ez a 2000-es évek első felére – jelentősen feljavulva – évi átlagban 5%-os szinten alakult. Feltételezésünk szerint, a külföldi tulajdoni többségű szolgáltatások esetében, a multinacionális cégek a működési jövedelmezőség leszorítása révén nyerték vissza a gazdaságunkba település helyenként és időnként extra kiadásait. Akár a feldolgozóipari, akár a szolgáltató vállalatok működési jövedelmezőségi adatait vesszük alapul, a leggyakoribbnak tekinthető 5%-os értéket rendkívül alacsonynak kell tartanunk, amely előrevetíti a nettó jövedelmezőség korlátozottságát is.

Az eredményesség *második* vizsgált indikátora az *átlagos nettó jövedelmezőség* mutatója volt, ami nagy meglepetést okozott az elemzés során. A hazai tulajdoni többségű feldolgozóipari vállalatok nettó jövedelmezőségi rátája évi átlagban 10 és 13% között alakult, majd a harmadik periódusban 6-8% között stabilizálódott. A külföldi tulajdoni többségű ipari vállalatoknál a vonatkozó mutató a második szakaszban 13-20% közé emelkedett, az első szakasz éveinek enyhén negatív értékeit követve, majd a harmadik szakaszban az érték 10% körül stabilizálódott. megfigyelhető, hogy a jövedelmezőségi mutatóban ötévenkénti ciklikus visszaesés volt tapasztalható. A hazai tulajdoni többségű szolgáltató vállalatok nettó jövedelmezősége 15-20% között ingadozott, időnként eme intervallumból kiugró, vagy abból kieső, jelentősen eltérő értékekkel. A külföldi tulajdoni többségű szolgáltató cégek *nettó jövedelmezősége az 1990-es években mindvégig negatív volt, a harmadik szakaszban pedig* 10 és 15% közé javult és ott stabilizálódott. Mivel mind a működési jövedelmezőség, mind a nettó jövedelmezőség esetében a vetítési alap az értékesítési árbevétel volt, így a két ráta különbsége a nyereség/jövedelem mutatók különbségére vezethető vissza. A meglepetést az okozza, hogy a nettó jövedelmezőségi ráták rendre meghaladják a működési jövedelmezőség értékeit. Ez a nagyságrendi reláció arra utal, hogy – különösen az első két szakaszban – a vállalatok jövedelme elsősorban nem a termelési-szolgáltatási funkció gyakorlásából eredt, ami mindenképpen rendhagyónak tekinthető. Ez az abnormalis reláció arra utal, hogy a vállalatok (szektortól függetlenül) a pénzügyi műveletekből származtatták jövedelmüket. Ez különösen elgondolkodtató tőkeszegénynek gondolt vállalati rendszerben.

A vállalati eredményesség más oldalait teszi vizsgálhatóvá az adózott eredmény erőforrásokhoz viszonyítása. A *harmadik* eredményességi hányadosként tekintett *ROA mutató* az adózott eredményt az átlagos eszközállomány nagyságához viszonyítja. A hazai tulajdoni többségű feldolgozóipari vállalatok ROA rátája az első két szakaszban, évente átlagosan 6% körül alakult, a 2000-es évek első felében azonban ez az arány 4%-os értékre esett. A külföldi tulajdoni többségű feldolgozóipari vállalatok ROA rátája az első szakasz éveiben negatív volt, majd végig hullámzó lett és 6 körüli átlagot mutatott. A hazai tulajdoni többségű szolgáltató vállalatok ROA mutatója az 1990-es években, két évben is negatív volt, s az átlag ebben az időszakban 6% körül volt (meglehetősen nagy szórással); ezzel szemben a harmadik szakaszban stabilizálódott, és 7% körüli értéket mutatott. A külföldi tulajdoni többségű szolgáltató vállalatok ROA rátája az 1990-es években végig erősen negatív volt, -5%-os átlaggal; a harmadik szakaszban ez az arány évi átlagos 5%-os értékre javult.

A *negyedik* eredményességi mutató a *ROE hányados*, ami az adózott eredmény és az átlagos saját tőke egymáshoz viszonyított aránya. A hazai tulajdoni többségű feldolgozóipari vállalatok ROE értéke a kezdeti gyenge eredményesség után javult, és a második szakaszban 12 és 18% között stabilizálódott. A második szakaszban ez a hányados 3 és 8% között állapodott meg. A külföldi tulajdoni többségű ipari vállalatok ROE értéke az 1990-es években, az első szakaszban negatív volt, majd a harmadik szakaszra, fokozatos javulással 15-25% közötti intervallumban mozgott. A hazai tulajdoni többségű szolgáltató vállalatok mutatója az első szakaszbeli visszaesés ellenére 20%-os érték körül ingadozott az egész időszakban, ám ennek az átlagnak igen nagymértékű volt a szóródása (15 és 50% közötti). A külföldi tulajdoni többségű szolgáltató vállalatok ROE értéke az első szakasz kezdetétől, csaknem egy évtizeden át jelentősen negatív volt, majd a harmadik szakaszban 10 és 20% között stabilizálódott, két évben kiugróan pozitív értékekkel.

Az *ötödik* eredményességi indikátor a *ROI ráta*, az adózott eredményt viszonyítja a befektetett eszközök átlagos állományához. A hazai tulajdoni többségű feldolgozóipari vállalatok ROI rátája az első két szakaszban 8 és 14% között ingadozott, ám ez az arány a harmadik szakaszban, nagy zuhanással 8% alá került. Ugyanez a mutató a külföldi tulajdoni többségű ipari vállalatok esetében az első két szakaszban 5 és 15% között ingadozott 10% körüli átlaggal, de a harmadik szakaszban 10% alá került. A hazai tulajdoni többségű szolgáltató vállalatok ROI értéke mindhárom szakaszban 15% körül ingadozott, azonban igen tág határok között (15 és 30%). A külföldi tulajdoni többségű szolgáltató vállalatok ROI értéke az első két szakaszban végig negatív volt, majd a harmadik szakaszban 10 és 15%-os érték köré emelkedett.

A vállalati eredmény árbevétel-arányos és eszköz- (tőke)arányos mutatóinak szisztematikus különbsége arra utal, hogy a termelés-szolgáltatás eszközintenzitása kedvezően alakult, azaz a lekötött eszközök megfelelően kihasználtak. Az erőforrás-arányos mutatók minősítése akkor válhat teljessé, ha részletesen megvizsgáljuk a vállalati *tőkeszerkezet* időbeli alakulását. A hazai tulajdoni többségű feldolgozóiparban a *saját tőke aránya* az első két szakasz 50%-os értékéről 45% körülire csökkent, s azon később tartósan stabilizálódott. A külföldi tulajdoni többségű ipari vállalatok tőkeszerkezeti arányai, a saját tőke arányát illetően stabilan mozogtak a 40-50% közötti intervallumban. A hazai tulajdoni többségű szolgáltató vállalatok saját tőke aránya az első két szakasz átlagos 48%-os arányáról, a harmadik szakaszban 42%-os átlagra csökkent. A külföldi tulajdoni többségű szolgáltatók saját tőke aránya 28 és 40% között hullámzóan ingadozott, a harmadik szakaszban enyhe emelkedéssel.

Az előző tőkeszerkezeti arány tükör indikátora az *idegen források arányát* illusztrálja. A hazai tulajdoni többségű feldolgozóipari vállalatok idegen forrás aránya, az első szakasz eleje kivételével, 50%-os szinten volt, minimális mozgással. A külföldi tulajdoni többségű feldolgozóipari vállalatok idegen forrás aránya 50-60%-os intervallumban mozgott, jelentősebb ingadozás nélkül. A hazai tulajdoni többségű szolgáltatásban volt a leginkább drámai változás: míg az első két szakaszban az idegen források aránya 30 és 40% közötti volt, a harmadik szakaszban 50 és 60% között mozgott a vonatkozó arány. A külföldi tulajdoni többségű szolgáltatásokban az idegen tőke aránya 65% körüli aránynak felelt meg.

A tükörmutatók bemutatása nem hagy kétséget afelől, hogy a tőkeáttétel a harmadik szakaszban mindkét szektorban növekedett, a vállalatok egyre szélesebb körben éltek az idegen tőke bevonásának lehetőségével. Ez a leglátványosabban a külföldi tulajdoni többségű cégek anyavállalati hiteleinek erőteljes növekedésében testesült meg. Az áttétel növekedése a vállalatok egyértelmű növekvő eladósodottságát jelezte, ám ez ugyanakkor szerepet játszott a vállalati ROE mutatók javulásában. A tulajdonosi tőke egységére jutó adózott eredmény nyilvánvalóan javul a saját tőke arányának csökkenésével.

A vállalatok tőkeszerkezeti állapotának vizsgálatához szervesen hozzátartozik a *nyereség felosztásának gyakorlata*. A vállalati profit-visszatartási ráta arról ad képet, hogy a realizált, adózott eredmény felosztására milyen szerkezetben kerül sor. A hazai tulajdoni többségű feldolgozóipari vállalatoknál a profit-visszatartási ráta a három növekedési szakaszban 90 és 60% között hullámzott, hosszabb távon csökkenő irányzattal. Ezzel éppen ellentétes volt a külföldi tulajdoni többségű ipari vállalatok vonatkozó irányzata, ami nagyon szélsőségesen ingadozott 50 és 80% közötti

intervallumban, határozottan növekvő irányzattal. A hazai tulajdoni többségű szolgáltató vállalatok profit-visszatartási aránya hosszabb távon egyértelműen süllyedő tendenciájú, mivel 90%-ról 60%-ra csökkent az első szakasz elejéről a harmadik szakasz végére. A külföldi tulajdoni többségű szolgáltató cégek profit-visszatartási rátája a három növekedési szakasz egészében 60 és 80% között ingadozott, egyik évről a másikra is szélsőséges változásokkal.

Ha értékeljük a profit-visszatartási ráta hosszabb távú alakulását, akkor azt mondhatjuk, hogy a három növekedési szakasz egészében az adózott eredmény kétharmadát-háromnegyedét a vállalatok mindkét szektorban, beruházási céllal visszatartják. Ez a tény egyszerre megnyugtató, illetve kétségeket ébresztő. Megnyugtató azért, mert a tulajdonosok az adózott eredmény negyedét-harmadát veszik ki osztalékként a vállalkozásból, a nyereségági források többségét újra beruházzák. Kétségek viszont azért ébredhetnek, mert a széles körben alacsony nyereségráták miatt, a vállalati önfinanszírozás lehetőségei tovább korlátozódnak azáltal, hogy az egész nyereség újra befektetésére nem kerül sor. Ez utóbbi természetesen irreális várakozás lenne, mert korlátozná a tulajdonosok választási szabadságát és hátrányosan érintené érdekeltységüket.

A vállalati beruházások időbeli alakulását a *befektetett eszközök* változásával követhetjük nyomon. A hazai tulajdoni többségű feldolgozóipari vállalatoknál e mutató évi átlagos változási rátája a három növekedési időszak egészére vonatkozóan 6%-os volt, egészen csekély szóródással. Ezzel szemben a külföldi tulajdoni többségű feldolgozóipari vállalatokban a befektetett eszközök évi átlagos változása 15%-os volt az első két növekedési szakaszban, a harmadik szakaszban viszont jelentősen visszaesett, évi átlagos 10%-os értékre. A hazai tulajdoni többségű szolgáltatásban a vonatkozó ráta mindhárom szakaszban 10%-os volt, a külföldi tulajdoni többségű szolgáltató vállalatokban a befektetett eszközök éves átlagban 25%-kal növekedtek az első két szakaszban, és 10%-os mértékben a harmadik növekedési periódusban. Ezek az értékek megerősítik azt a felismerést, hogy a 2000-es évek elejétől mindkét szektorban jelentősen visszaesett a beruházások dinamikája úgy, hogy a hazai tulajdoni többségű feldolgozóiparban ez eleve mérsékelt volt.

A kutatás során számítottunk a két szektor vállalataira vonatkozóan két – hipotetikus tartalmú – növekedési rátát is. A *belső növekedési ráta* azt az ütemet fejezi ki, amelyet a vállalat csak benső generálású forrásokra támaszkodva ért volna el, külső beruházási források mellőzésével. A hazai tulajdoni többségű feldolgozóipari vállalatok belső növekedési rátája az első két szakaszban évente átlagosan 6%-os volt, a harmadik szakaszra azonban 3%-osra feleződött. Ezzel szemben a külföldi tulajdoni többségű feldolgozóiparban ez a ráta 5%-os volt az első két növekedési periódusban, majd 4%-osra mérséklődött a harmadik szakaszban. A hazai tulajdoni többségű szolgáltatásban a belső növekedési arány tág határok között ingadozott az első két szakaszban, 7%-os átlagos értékkel; ez a ráta a harmadik szakaszban 4%-os évi átlagos értékre esett vissza. A belső növekedés hipotetikus rátái nem hagynak kétséget afelől, hogy a kizárólag belső forrásokra alapozott vállalati növekedés lényegesen elmaradt volna a tényleges növekedési arányoktól. A külső forrásoknak – ezek szerint – meghatározó szerepük volt a tényleges növekedési arányok alakításában.

A másik hipotetikus növekedési arány, a *fenntartható növekedési ráta* azt fejezi ki, hogy milyen arányban növekedett volna a vállalat belső és idegen források igénybevételével úgy, hogy eladósodottsági aránya ne változott volna. Ennek alapján a hazai tulajdoni többségű feldolgozóipari vállalatok átlagos fenntartható növekedési rátája az első két növekedési időszakban 12%-os értékű lett volna, amely azonban a harmadik szakaszban 40%-osra ugrott. A külföldi tulajdoni többségű feldolgozóipari vállalatok fenntartható növekedési rátája, évi átlagban 12%-os volt az első két növekedési periódusban, a harmadik szakaszban azonban 1 és 79% között mozgott, 30%-os átlagot mutatva. A hazai tulajdoni többségű szolgáltatásban a fenntartható növekedési ráta 30%-os értéket mutatott az első két szakaszban, ami a harmadik növekedési periódusban 70%-os átlagos értékre ugrott. A külföldi tulajdoni többségű szolgáltatásban a fenntartható növekedési ráta rendkívül tág határok között ingadozott, 6%-os átlagos értékekkel az első két szakaszban, s ez az érték a harmadik szakaszban évi átlagos 30%-os értékre emelkedett. A fenntartható növekedési ráta helyenként és időnként kiugróan magas értékei arra utalnak, hogy a hazai vállalatok – tulajdoni jellegtől függetlenül – csekély mértékben használják ki elvi adósságkapacitásukat. A fenntartható növekedési ráta abban

az értelemben is hipotetikus tartalmú indikátor, hogy a kiugróan magas arányok csak a kibocsátási képességgel számolnak, a piaci realizálás realitásaival nem.

A vállalati növekedés és az eredményes gazdálkodás fontos feltétele a folyamatosan fenntartott *likviditás*. A hazai tulajdoni többségű feldolgozóipari vállalatok esetében ugyanúgy, mint a külföldi tulajdoni többségűeknél, a vizsgált időszak teljes tartamára vonatkozóan a likviditási ráta 1,5 értékű. A hazai tulajdoni többségű szolgáltató vállalkozások likviditása az első két szakaszban – néhány kiugróan nagy érték mellett – 2,0 érték körüli szinten stabil volt, ám a harmadik szakaszban enyhe csökkenés következett be, 1,5 körüli értékre. A külföldi tulajdoni többségű szolgáltatásban az első két szakaszban, a likviditási mutató kiugróan magas volt 4 körüli átlagos értékkel, ami azonban a harmadik szakaszban a felére zuhant, 2 körüli értékre. A feldolgozóipari vállalatok 1,5 értékű likviditásáról azt mondhatjuk, hogy a biztonságos gazdálkodás minimális feltételét biztosították. Tekintettel arra, hogy a likviditási arány a forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek hányadosával azonos, így az 1,5 értékű likviditási mutató fedezetet nyújthatott váratlan forgótőke kötelezettségekre is.

Az *átlagos forgótőke állomány* időbeli változása több következtetés levonását is lehetővé teszi. A hazai tulajdoni többségű feldolgozóipari vállalatokban, az első két szakaszban folyamatosan növekedett az átlagos forgótőke állomány, a kezdeti 300 millió forintról az évtizedforduló 800 millió forintos átlagos állományáig. A harmadik szakaszban – összhangban a vállalati növekedés lassulásával – a forgótőke állomány 600 millió forintos szinten stabilizálódott. A külföldi tulajdoni többségű feldolgozóipari vállalatokban a három szakaszon átívelően, monoton növekvő pályát írt le a forgótőke állomány időbeli alakulása, elindulva a 100 millió forintos szintről, s a harmadik szakasz végére elérkezve az 1 milliárd forintos forgótőke szintre. A hazai tulajdoni többségű szolgáltatásban, az első két szakaszban folyamatosan emelkedett az átlagos forgótőke állomány, indulva a 100 millió forintos szintről, s elérkezve az 500 millió forintos szintre, majd a harmadik szakaszban 200 millió forintos átlagos szintre süllyedve. A külföldi tulajdoni többségű szolgáltató vállalatokban az átlagos forgótőke szint, a vizsgált időszak egészében 200 millió forintos, rendkívül alacsony szinten alakult. Ez utóbbi értékben nyilvánvalóan tükröződik a szolgáltatások viszonylag mérsékelt készletigénye, s a forgóeszközök más szektorokénál gyorsabb forgása.

A vázoltak alapján igen vegyes kép tárul elénk a vállalati növekedés – feltételek által támogatott – esélyeiről. A vállalati eredmény relatív korlátozottsága arra utal, hogy a vállalati önfinanszírozás lehetőségei mindvégig korlátozottak voltak. Ehhez járult egy másik visszahúzó erő, ami abban állt, hogy a – főleg a hazai tulajdoni többségű – vállalatok óvakodtak idegen források nagyobb mértékű bevonásától. Azon túl, hogy termelő vállalati beruházásokhoz sem kötvények, sem részvények révén szinte egyáltalán nem történt külső források bevonása, a vállalatok a kereskedelmi bankoktól is csekély mértékben vettek fel hiteleket, s így nem használhatták ki elvi adósságkapacitásukat sem. Ez alól kivételt képeztek a külföldi tulajdoni többségű vállalatok, amelyek jelentős anyavállalati hitelek révén – időről-időre – friss forrásokhoz juthattak. A fenti elemzés további fontos tanulsága, hogy növekedési ütemben, jövedelmezőségben és önfejlődési esélyben a külföldi tulajdoni többségű vállalatok lényegesen nagyobb produktivitást értek el, sokkal jövedelmezőbbek voltak, mint a hazai tulajdoni többségű megfelelőik. Ez nemcsak kedvezőbb induló esélyt jelentett, hanem nagyobb teljesítmény elérésére való képességet is. Az elemzés másik fontos következtetése az lehet, hogy a szolgáltató szektor vállalataira globálisan nagyobb növekedési képesség és valós növekedés volt a jellemző. Az 1990-es és 2000-es évek fordulójától elindult relatív visszaesést éppen magyarázhatnánk természetes fejlődési jellemzőként (a növekedési ütem törvényszerű lassulása), esetünkben azonban nem erről van szó, hanem számos ok által előidézett tényleges visszaesésről.

2. Új eredmények a vállalati növekedés elméletében

A vállalati növekedést felfoghatjuk mint növekedési modellt, amely tartalmazza a növekedést befolyásoló tényezőket, leírja azok együttes hatásait, az egyes tényezők súlyát a növekedésben; tekinthetjük mint módszertant, amely feltevések alapján egy összefüggésrendszer segítségével

támogatja a döntéshozatalt; értelmezhetjük mint folyamatot, amely képes kiinduló feltételeinek ismétlődő újratermelésére és így a tartós növekedés megvalósítására.

A klasszikus és neoklasszikus elmélet szerint a profitmaximalizálás a vállalat fő célja, amelyet adott technológiai, piaci és jogi korlátok között próbál elérni. A neoklasszikusok a vállalati növekedést a termelési volumen emelkedéseként értelmezik. Minden vállalatról feltételezik a racionális viselkedést, a profitmaximumra, a termelési optimumra való törekvést (az optimális inputfelhasználás vagy az optimális termelési output meghatározásával).

A tranzakciós költségek elmélete – a klasszikus és neoklasszikus iskolához hasonlóan – a vállalat alapvető céljának a profitmaximalizálást tekinti, ugyanakkor pótolja azokat a hiányosságokat, amelyek a klasszikus-neoklasszikus iskola erősen leegyszerűsítő feltételezéseiből adódnak. A klasszikus-neoklasszikus iskola ugyanis nem foglalkozik a vállalatok döntéseit korlátozó tényezőkkel, így a tranzakciós költségekkel sem. Coase leírja azt, hogy nemcsak a termelés során jelentkeznek költségek (belső költségek), hanem a tranzakciók lebonyolításánál, vagyis az ármechanizmus használata során is (külső költségek).

A vállalati növekedés erőforrás-alapú megközelítésével Penrose olyan vállalatokat tételez, amelyek egyensúlytalan, bizonytalansággal jellemezhető környezetben működnek, de képesek ehhez rugalmasan alkalmazkodni. Véleménye szerint a vállalat a termelési tényezők olyan együttese, amely egy szervezeti keretben működik. Ez a szervezeti keret is hatással van arra, hogy a vállalat az inputokkal milyen szolgáltatásokat képes nyújtani. Penrose megalkotta a vállalatok dinamikus vízióját. Szerinte kiemelt szerepe van a vállalatban belüli tanulási folyamatnak.

A vállalatoknak erős az ösztönzésük a növekedésre, mivel az a tudás, amit a vállalat alkalmazottai birtokolnak, a gyakorlattal automatikusan növekszik. Ennek az értékes vállalat-specifikus ismeretnek az előnyét a lehető legteljesebben ki kell használni. Penrose elsőként hangsúlyozta, hogy a vállalat nem csupán választ az előtte álló lehetőségek halmazából – ahogy azt a standard neoklasszikus elmélet nyomán még a modern szerződéses elméletek képviselői is gondolják –, hanem endogén módon történő bővítés a már említett tapasztalati tanuláson (learning by doing) alapul. Bár Penrose ösztönzi a vállalatokat a növekedésre, megállapítja azt is, hogy a gyors növekedésű vállalatoknak magasabb működési költségeik lesznek, a lassabban növekvőkhöz képest. Ezt a tételt nevezik Penrose-hatásnak. Az egyes vállalatok erőforrásai és ezek felhasználására vonatkozó képességei különböznek egymástól. Ezek az erőforrások szerepet játszanak a tartós versenyelőnyök biztosításában akkor, ha értékesek, ritkán fordulnak elő, utánozhatatlanok és nem helyettesíthetőek.

A vállalati növekedés Penrose-féle elméletében a cégek azért növekednek, mert a növekedés folyamatával együtt jár a (méret)gazdaságosság, nem pedig azért, mert csupán a mérethez önmagában előny társul. A vállalati méret a termelés múltbeli növekedésének következménye. Az elmélet egyik legfontosabb megállapítása az, hogy a „történelem”, vagyis a múlt számít. A vállalat növekedése alapvetően evolúciós folyamat és a kollektív tanulás kumulatív növekedésén alapul, céltudatos vállalati magatartást feltételezve (Penrose, 1959: 13). Bár lehet korlátozni a vállalati növekedést, de „a priori” nincsen határa a vállalati méretnek. Ennél fogva Penrose megközelítése nagyban különbözik a neoklasszikus felfogástól, mert abban a vállalatok azért növekednek, hogy elérjenek egy „optimális méretet” egy statikus egyensúlyban, s így náluk limitálva van a vállalati méret. Penrose a vállalatok közti különbségek alapvető okának a vállalatban belüli tudásáramok és készletek (flows and stocks of knowledge) heterogenitását tekinti, szemben a fizikai erőforrásokban levő különbségekkel, hisz azok a tényezőpiacról beszerezhetőek, míg a rutinok és képességek sokkal nehezebben másolhatók a versenytársak által.

Az *evolucionista elmélet* dinamikus magyarázatot ad, s a „változás” magyarázatát tűzi ki célul. Fontosnak tartja a változást okozó „sztochasztikus jelenségek” magyarázatát és azoknak a mechanizmusoknak az elemzését, amelyek a vállalatok közti szelekciót elvégzik. Az evolucionista elméletben központi szerepet kap a „rejtett tudás” az ún. kodifikált tudással szemben. Amíg a kodifikált tudás (például műszaki dokumentáció) könnyen másolható, addig a rejtett tudás a vállalati szakemberek ismereteiben, tapasztalatában halmozódik fel. Az evolucionista elmélet elismeri azt, hogy mindkettő szükséges a vállalatok sikeres működéséhez, de a „rejtett tudás” – más megfogalmazással „szervezeti rutin” – sokkal dominánsabb. A rejtett tudásnak az a speciális szerepe,

hogy a potenciális versenytársak nem, vagy nehezen tudják másolni. Ezt a tudást az ún. tapasztalati tanulással (learning by doing/experience) lehet megszerezni, ami által a vállalat versenyelőnyhöz juthat, s egyúttal a növekedés alapját jelentheti.

A *tulajdonosi érték* elemzése szerint, gazdasági érték akkor jön létre, ha a vállalati befektetések hozama meghaladja azok tőkeköltségét. Tehát az elmélet szerint, tartósan azok a vállalatok életképesek, amelyek a befektetett tőke után a tőkeköltséget meghaladó hozamot képesek elérni, miközben a vevők igényeit a lehető legteljesebb mértékben próbálják kielégíteni.

A *klasszikus-neoklasszikus iskola* a növekedést a termelési volumen növekedéseként értelmezi, mivel azonban a növekedési utat meghatározó inputkombinációkat a profitmaximum feltétele mellett határozzák meg, így a növekedést egyben a profitonövekedéshez is kapcsolják. A vállalatnak úgy kell növekednie, hogy közben a profitmaximalizálási kritériumnak is meg kell felelnie. A neoklasszikusok szerint a növekedés az optimális termelési méret eléréséhez szükséges, önmagában nem érdekes. Ha a vállalat ezt elérte – feltételezésük szerint – akkor nem indokolt tovább növekednie, mivel már kihasználta a nagyobb méretből fakadó egységköltség-csökkenési lehetőségeket. A tranzakciós költségek elmélete azért jelentős a vállalati növekedés szempontjából, mert a vállalat határával, illetve a növekedés lehetséges módjaival (takeover and merger) is foglalkozik.

A *menedzseri elmélet* növekedési vonatkozása az is, hogy a növekedés egyes módjai (diverzifikáció, fúzió) elemzésének is figyelmet szentel, rámutatva azok pozitív és negatív jellemzőire. Az evolúciós vállalatfelfogás növekedéssel kapcsolatos fő megállapítása az, hogy a vállalatok létének, növekedésének, megmaradásának meghatározó eleme a rejtett tudás. Ettől függ az, hogy a vállalatok sokaságából mely vállalatok képesek továbbra is életben maradni, és melyek szűnnek meg. A vállalatok magukban hordozhatják a növekedési képességeiket, melynek alapja az evolúciós vállalatelmélet szerint a szervezeti rutin.

A tulajdonosi érték növelése miatt nagyon fontos az, hogy a vállalat fenntartható versenyelőnyt alakítson ki. Egy vállalat számára növekedési lehetőséget jelenthet belső erőinek, képességeinek mozgósítása, de a külső környezet (például a piac bővülése) is alapul szolgálhat a tulajdonosi érték növeléséhez.

Az életciklus-modellek a vállalati méret növekedését és a vállalati növekedést gyakran szinonimaként kezelik. Haarhoff (2002) szerint a vállalat méretét a foglalkoztatottak száma, a nettó értékesítési árbevétel és a nyereség tükrözi, míg a vállalati növekedést a piaci részesedés növekedése, a vevők számának növekedése, az egyes vevőktől való függőség mérséklése mutatja.

3. A vállalati növekedés specifikus hazai jelenségeinek bemutatása

A hazai és külföldi vállalatok elkülönült kezelését az utóbbiak domináns jövedelemteremtő képessége és tőkeereje támasztja alá; hiszen a külföldi cégek adták a teljes vállalati mintán az értékesítés 68%-át, az export 89%-át, az adózott eredmény 90%-át, az összes eszköz 65%-át és a saját tőke 71%-át 2005-ben. A feldolgozóipari és az azon kívüli kör elhatárolását az indokolja, hogy 2005-ben a feldolgozóiparhoz kapcsolható a teljes mintán az értékesítés 44%-a, az export 85%-a az adózott eredmény 71%-a, az összes eszköz 44%-a és a saját tőke 52%-a. Az iparágon belüli tulajdonosi koncentrációt jelzi, hogy a feldolgozóiparon belül, a külföldi tulajdonú vállalatoknak tulajdonítható az értékesítés nettó árbevételének 88%-a, az export 94%-a, az adózott eredmény 98%-a, az összes eszköz 88%-a és a saját tőke 91%-a. A hazai/külföldi és a feldolgozóipari/nem feldolgozóipari négyes felosztás mentén, a belső arányok figyelembevételével talán jobban nyomon követhetők a húzó és visszahúzó erők a reálgazdaságban.

A növekedési ütembeli legnagyobb relatív szórást a hazai tulajdonú feldolgozóipari vállalatok produkálták a vizsgált időszakban. Az utolsó három évben a hazai vállalatok aggregált árbevételének növekedési üteme már nem volt képes az infláció mértékét meghaladni, s a külföldi vállalatok teljesítménye is két évben, reálértelemben nem mutatott növekedést. A lassuló növekedési ütem félrevezetőnek tűnik a bázishatás miatt, hiszen a hazai vállalatok esetén a transzformációs válságból való kilábalás, a külföldi vállalatok esetén pedig a külföldi működő-tőke beáramlás aktív időszaka torzítja a trendeket.

A külföldi vállalatok működési eredmény hányada mindkét területen magasabb a hazaiakénál; a feldolgozóiparban 1995-ig az adózott profitráta negatív volt, vagyis a kezdeti beruházások kiadásait igyekeztek a külföldi tulajdonosok visszanyerni, 1996 és 2000 között viszont 6-7,6% közötti árbevétel-arányos működési eredményt mutattak ki. Eldöntendő kérdés, hogy a feldolgozóipari külföldi vállalatok 1997 óta csökkenő működési profit-rátája mögött transzferárazási technikák, keresletváltozás, működési hatékonyságbeli romlás, vagy ezek kombinációja húzódik meg. A külföldi vállalatok árbevételéből nagyobb mértékben részesedő vállalatok körében megfigyelhető 2002 után egy olyan tendencia, hogy az adózott eredmény-hányad meghaladja a működési profitrátát, vagyis jelentős a pénzügyi műveletek bevételei és a rendkívüli eredmény együttes hatása.

A feldolgozóiparon kívüli szektorokban a hazai vállalatok eszközarányos megtérülése 2003-ig magasabb volt, mint ugyanezen a körön belül a külföldi vállalatoké, amelynek oka talán abban rejlik, hogy a multinacionális cégek eszköz-felszereltsége nagyobb tőkelekötésben testesül meg. Mindemellett 2000-ben ebben a szektorban nettó profitabilitás szempontjából még elhanyagolható különbség volt a hazai és külföldi vállalatok között, 2005-re már 2,2 százalékpont a nyereségrés közöttük a külföldi cégek javára.

A forgótőke-gazdálkodás egyik fokmérője a készpénzkonverziós ciklus, ami a működési ciklus – azaz a készlet és a vevőperiódus, valamint a szállítói periódus különbsége. megmutatja, hogy a nyersanyag megvásárlásától a vevői tartozás behajtásáig terjedő időszakból átlagosan hány napot nem fedez a szállítói állomány nyújtotta spontán finanszírozás.

A külföldi vállalatok mind a feldolgozóiparban, mind azon kívül hosszabb készpénzkonverziós ciklussal dolgoznak, mint a hazai vállalatok. Az átlagos készletezési periódus, vevőperiódus és szállítói periódus 1995 és 2005 között a feldolgozóipari külföldi vállalatoknál 75,79 és 51 nap; a hazai feldolgozóipari vállalatoknál ezek a mutatók 69,64 és 49 nap; azaz a külföldi vállalatok hosszabban tartják készleten az árut és hosszabban hajtják be a kintlevőségeket. Ennek magyarázata az export-orientációval hozható összefüggésbe, a külpiaci szállítási és fizetési tranzakciók megnövelik a készletezési és behajtási időket.

A vizsgált periódusban a feldolgozóipari külföldi vállalatok készpénzkonverziós ciklusa mutatja a legnagyobb stabilitást; a feldolgozóipari hazai vállalatok 2001 óta, a feldolgozóiparon kívüli vállalatok 1997 óta romló forgótőke-gazdálkodás mellett működnek. Ezek a folyamatok visszaköszönnek a likviditási mutatókban is. 2000 után egyértelmű likviditási előnye van a feldolgozóipari külföldi vállalatoknak, mind a hazai, mind a feldolgozóiparon kívüli vállalatokkal szemben. Az export-orientált, tőkeerős feldolgozóipari külföldi vállalatok likviditási többlete nem meglepő, hiszen jobban hozzáférnek az értékesítési láncokhoz, hatékonyabbak a készletgazdálkodásban, erősebb az alkuerejük a szállítókkal való tárgyalások során és általában kedvezőbb a stratégiai pozíciójuk.

A befektetett eszközök aggregált állományának éves változása a feldolgozóipari külföldi vállalatok beruházási tevékenységének kivételével, a többi területen csökkenő tendenciát mutat 1999-2000 óta. Az a multinacionális kör dönt tehát tőke-költségvetési megfontolások után beruházások mellett, annak alapján, hogy a jövőbeli pénzáramaik növekedését és a profit fenntarthatóságát nemzetközi hálózatok tagjaként biztosabbnak tudhatják adott kockázati szinten, s a globális tőkepiacokon beszerzett forrásaik miatt alacsonyabb tőkeköltség mellett diszkontálhatják a jövőbeli cash-flow-kat.

A feldolgozóipari külföldi vállalatok magasabb profitabilitása, likviditása, kedvezőbb eszközhatékonysága és sajáttőke-ereje miatt képes arra, hogy kevésbé támaszkodjon idegen forrásokra. A feldolgozóipari összes külföldi vállalat által realizált árbevételből nagyobb súllyal részesedő vállalatok 2001 után csökkentették eladósodottságuk mértékét. Ez igaz a nem feldolgozóipari külföldi vállalatokra is. Ezzel szemben a feldolgozóipari és az azon kívüli összes hazai vállalat által realizált árbevételből nagyobb súllyal részesedő vállalatok szinten tartották összes kötelezettség arányukat.

4. A vállalati tőkeszerkezet specifikus jellegzetességeinek azonosítása

Az 1992-2001 közötti időszakot vizsgálva Balla (2006) arra a következtetésre jut, hogy a magyar feldolgozóipari vállalatok tőkeszerkezetében meghatározó aránya a rövid lejáratú forrásoknak volt,

míg a hosszú lejáratú tőkeforrásoknak rendkívül alacsony a súlya. Az állítás igazságtartalma 2001 után sem változott, sőt kimutatható 1992-2005 között, hogy a feldolgozóiparon kívüli hazai és külföldi vállalatoknak magasabb az eladósodottsága, ráadásul a külföldi vállalatok átlagosan a teljes eszközállományuk 14%-ának, a hazai vállalatokénak csupán a 7%-ának megfelelő rövid lejáratú kötelezettség-többséggel rendelkeznek feldolgozóipari külföldi, illetve hazai társaikhoz képest. A lejáratú illeszkedés elvének megszegése a feldolgozóiparon kívüli hazai vállalatoknál visszavezethető az alacsony belső forrásgenerálási képességre, a tőkehiányra és a bankrendszer óvatos hosszú lejáratú forrás-kihelyezési tevékenységére.

A fenntartható növekedési ráta megmutatja, hogy mekkora árbevétel növekedést képes a vállalat elérni külső részvénytőke-bevonás nélkül, konstans kölcsöntőke-részvénytőke arány mellett. A teljes vállalati szektor 1998-1999 óta csökkenő fenntartható növekedési rátát produkál, amely mögött romló nettó jövedelmezőség – a feldolgozóiparon kívüli külföldi vállalatok körét kivéve – és mérséklődő profit-visszatartási kedv húzódik.

A külföldi tőkebeáramlás intenzív szakaszának bezárulása után egyértelműen kimutatható, hogy a feldolgozóipari külföldi tulajdoni többségű vállalatoknak előnyük van a profitabilitás, a likviditás, az eszközhatékonyság és a tőkeellátottság terén, az elemzési keret három másik moduljával szemben, amely teljesítmény mögött a multinacionális lét és az exportintenzitás meghatározó. E vállalatok, globális üzleti tervük révén – „egészséges” pénzügyi mutatókat produkálnak, kisebb a működési és finanszírozási kockázatuk és a beruházási tevékenységük is aktív.

A feldolgozóiparon kívüli külföldi vállalatok működési profitabilitása 2000 után viszonylag stabil, 4% körüli értékre állt be, likviditásuk magasabb a hazai vállalatokénál. Ez a modul a legeladósodottabb a maga átlagos 62%-os összkötelezettség per összes eszköz arányával, és itt esett vissza a beruházási dinamika 1999 után a legdrasztikusabban. E vállalati kör készpénzkonverziós ciklusa folyamatosan romlik, akár csak ugyanezen szektorbeli hazai vállalatoké.

5. Az adóverseny szerepe a külföldi működő-tőke hazai beáramlásában

A különböző kormányzatok által támogatott adóverseny, és az ebből következő adócsökkentések, adókedvezmények, amelyek az adóbevételek visszaesését eredményezik, vajon milyen hatékonysággal működnek, elérik-e azt a célt, hogy vonzó piaccá tegyék a működő-tőkét befogadó országot a külföldi, de a hazai vállalkozások számára egyaránt?

A működő-tőke befektetések adórugalmassága az empirikus kutatások egyik központi kérdése. Az elemzések egy része a viszonyt negatívnak találta, hiszen minél hasonlóbbakká válnak a lehetséges befektetési helyszínek, annál inkább felértékelődik az adóösztönzők szerepe. 1984 és 1992 között a külföldi közvetlen működő-tőke befektetések adó elaszticitása megduplázódott (Altshuler et al. 1998). Az IMF megbízásából készített vizsgálat szintén igazolja a működő-tőke befektetés és az adókulcsok különbségei közötti negatív korrelációt. A tanulmány ugyanakkor arra is felhívja a figyelmet, hogy a működő-tőke befektetőkért folytatott harc, az FDI nemzetközi áramlása nagymértékben hozzájárul az egyes országok adóbevételeinek erodálásához (Gropp-Kostial, 2000). Azok a kormányzatok, amelyek nagyobb adóalappal rendelkeznek, jobban megállják a helyüket ebben a versenyben, hiszen alacsonyabb adóráták mellett is keletkezik elegendő adóbevételük a közkiadások finanszírozására (Mike, 2003).

Az adókülönbségekre építő tőkeáramlás a kisméretű országoknál nagyobb jelentőséggel bír, mint a nagyobb országok esetében. A nagy országok magas adók mellett is tőkevonzóknak tudnak maradni, míg a kicsik nem feltétlenül. Ebből kifolyólag a kis országok nagyobb hajlandóságot mutatnak az adócsökkentés révén megvalósuló működő-tőke ösztönzés bevezetésére, mint a nagy országok. Az adókülönbségek hatása más szempontból sem szimmetrikus: míg a befogadó ország alacsonyabb adóterhei nem gyakorolnak szignifikánsan pozitív hatást a tőkeáramlásra, addig a magasabb adók tendenciózusan elriasztják a külföldi befektetőket. Ez utóbbi esetben is csak a nagyobb arányú adókülönbség bír negatív hatással az FDI-ra. Ha csak kismértékben magasabb a befogadó ország adóterhe a befektető országokénál, akkor ez önmagában még nem tántorítja el a befektetőket.

Fontos látnunk azt is, hogy a transzferárak és a belső vállalati kölcsönök segítségével a nyereség átcsoportosítható abba az országba, ahol alacsonyabb adókat kell a cégeknek fizetniük. A multinacionális cég tehát abban az országban mutatja ki profitját, ahol a legalacsonyabb az adóteher, így a nyereség-mobilitás helyettesítheti a tőke mobilitását. Ez a lehetőség viszont azt eredményezheti, hogy az adókülönbségek nem játszanak meghatározó szerepet a telephely kiválasztásakor.

A kelet-közép-európai térség tőkevonzásának okait a piacgazdasági átmenet időszakában, a témával foglalkozó szakirodalom alapvetően két tényezőre vezeti vissza: a térség tőkepiaci befektetőit vagy a megszerzhető új piac, vagy a termelési költségek (munkaerő-költség, adókedvezmények) csökkentésének lehetősége motiválta. A költségcsökkentés jelentősége csak az export-orientált vállalatok esetében volt kimutatható, illetve az adókedvezmények önmagukban nem bizonyultak kellően hatékony eszköznek a külföldi befektetők motiválásában (Bayer, 2002; Klazar-Sedmihradsky, 2002). A megfelelő infrastruktúra, a geopolitikai okok, az átlátható szabályozás, az oktatásba való beruházás és a K+F tevékenység ösztönzése sokkal nagyobb prioritást kapott a befektetői értékelésben (J. S. Mallya et al., 2002).

A kelet-közép-európai régió négy országára vonatkozóan végzett vizsgálat 1995-2007-re vonatkozó regressziós elemzése rámutatott arra, hogy a humán tőke minőségének növekedése a hosszú távú külföldi tőkebefektetési döntéseket alapvetően meghatározza (Katona, 2010). Ez egyben azt is jelenti, hogy nem a termelési költségek, ezen belül a munkaerő-költségnek, a társadalombiztosítási járuléknak, vagy az adóterheknek a csökkenése az elsődleges cél, hanem a képzett munkaerőbe való befektetés növelheti a térség tőkepiaci vonzerejét.

Az 1990-es évek elején – a külföldi tőke piacán – megnyilvánuló magyarországi sikerek okait a gyors politikai, jogi és gazdasági átmenet megvalósításában kereshetjük. A privatizációt lehetővé tevő jogi háttér és az alkalmazott módszer a külföldi befektetők számára a legkedvezőbb volt a térségben. Magyarországon a vállalkozói szellem és a piaci szemlélet gyorsan elterjedt, ami ismerős és vonzó környezetet teremtett a külföldiek számára. Az empirikus kutatások nem támasztják alá a közép-kelet-európai régióban az adóverseny szignifikánsan pozitív hatását a tőkebefektetések volumenére. Mindezek ellenére, a régió országai, egymással versengve, igyekeztek az elmúlt húsz év során alacsonyabb adókulcsokkal, adókedvezményekkel vonzóbbá tenni gazdaságukat a külföldi befektetők szemében.

A társasági adó alacsony szintje a magyar kormányzatok azon törekvését tükrözi – és ez a törekvés az elmúlt húsz év különböző kormányzatait egyformán jellemezte – hogy az adócsökkentés és a bérszínvonal kontrolljának segítségével a tőkebefektetéseket, különösen a külföldi befektetőket motiválják. Az Európai Unióhoz való csatlakozást megelőző időszakban, az adókulcs alacsonyan tartása mellett komoly szerepet kaptak a külföldi tőke vonzásában a különböző adókedvezmények és támogatások is.

Az 1990-es évek elején, Magyarországon a társasági adó mértéke 40% alatt volt, amely 1994-re 36%-ra mérséklődött. Az akkori kormányzat 1995-ben egy drasztikus csökkentés következtében, nemcsak az európai átlaghoz képest – amely 30-35% között mozgott –, hanem a kelet-közép-európai térségben alkalmazott kulcsokhoz képest is nagyon alacsony, 18%-os társasági adókulcsot vezetett be. Ez az alacsony ráta 2004-ig fennmaradt, majd akkor egy még alacsonyabb, 16%-os adót vezettek be. 2006-tól a nyereségadó progresszívvé vált, 5 millió forint árbevétel felett maradt a 16%-os kulcs, 5 millió forint alatt viszont tovább csökkent az adó mértéke 10%-ra. Ez a rendszer 2010-ben változott újra, az 5 milliós bevételehatár 50 millióra, a kulcs 19%-ra emelkedett. A következő évtől a 10%-os kedvező kulcs alapja tovább növekedett 500 millió forintra. Ez a rendszer jelenleg is érvényes.

Magyarországon a jogszabályi környezet, a társasági törvény – az EU normáknak megfelelően – azonos jogokat biztosít a külföldi és a hazai vállalkozások számára. Ugyanakkor az 1990-es évek elejétől fogva a külföldi befektetők több tekintetben is előnyöket élveztek a hazai vállalkozásokkal szemben. Azok a vállalatok, amelyek tulajdoni szerkezetében a külföldiek aránya elérte a 30%-ot, a befektetés nagysága pedig meghaladta az 50 millió forintot, 60%-kal csökkenthették társaságiadó-fizetési kötelezettségüket működésük első 5 évében, majd még 5 évig 40%-os további mérséklést vehettek igénybe. Ezt a rendszert 1994-ben felváltotta egy 10 évre szóló adómentességi lehetőség az

500 millió forintot meghaladó újra befektetések vonatkozásában. Az 1998-ban bevezetett módosítás újabb lehetőséget kínált azoknak a befektetőknek, akik legalább 10 milliárd forint összegű beruházást hajtanak végre a fejletlenebb régiókban, 500 új munkahelyet létesítenek és évente legalább 5%-os növekedést produkálnak; számukra 10 éves adómentességet biztosított a jogszabály. Ezt a mentességet 2011-ig vehették igénybe a feltételeknek megfelelő befektetők.

A külföldi befektetők által kedvelt vámszabad területek egy másik speciális működési feltételrendszert jelentettek az adómentesség tekintetében, hiszen e területek külföldnek minősülnek, ebből kifolyólag a magyar adórendszer hatálya nem terjed ki rájuk. A vámszabad területen működő külföldi cégek számára sem az alacsony adókulcs, sem az egyéb kedvezmények, mentességek nem jelentettek versenyelőnyt a telephelyválasztásban.

A mikro-ökonómiai elemzés keretében, lineáris regresszió alkalmazásával, az alábbi hipotézisek helyessége tesztelhető:

H1: A vállalati kibocsátás nem növekedett a társasági adó és a társadalombiztosítási járulék csökkenésével arányosan.

H2: Az adókedvezmények a külföldi tulajdonú vállalatok teljesítményének növekedésére nagyobb hatást gyakoroltak, mint a hazai cégekre.

H3: A külföldi vállalatok teljesítményére a társasági adó és a társadalombiztosítási járulék változása nem volt érdemi hatással.

H1: A vállalati kibocsátás nem növekedett a társasági adó és a társadalombiztosítási járulék csökkenésével arányosan.

A társasági adó magyarázó ereje nagyon gyenge és pozitív korrelációt mutat az értékesítés nettó árbevételével. A vizsgálati eredmény azt mutatja, hogy a társasági adó mértéke se el nem tántorította, sem nem ösztönözte a vállalati aktivitást. A társasági adó csökkentése tehát nem generált növekedést a Magyarországon működő vállalatok eladási volumenében az elmúlt húsz év során. Ez az eredmény a hipotézist alátámasztja, de az általános vélekedéssel és elvárással ellentétes. Vagyis megállapítható, hogy az a kormányzati politika, amely a társasági adó alacsony szinten tartásával kívánta növelni a magyar gazdaság teljesítményét, az empiria tükrében nem igazolódik vissza.

A termelékenység és a szakképzettség közötti összefüggést (Katona, 2007) több kutatási eredménye igazolta. Tehát újra megerősítést nyert, hogy a munkaerő szakképzettségét tükröző magas bérek erős pozitív korrelációt mutatnak a vállalati kibocsátással.

H2: Az adókedvezmények a külföldi tulajdonú vállalatok teljesítményének növekedésére nagyobb hatást gyakoroltak, mint a hazai cégekre.

Amint előre megjósolható volt, az adókedvezmények erősebb korrelációt mutatnak a külföldi tulajdonú vállalatok árbevételével, mint a hazai vállalatok kibocsátásával. Az egymást követő magyar kormányzatok – ahogy ezt a korábbiakban már kifejtettük – komoly kedvezményekkel és mentességekkel támogatták a külföldi befektetőket. A tőkevonzás szempontjából ezek a kedvezmények nem játszottak döntő szerepet Magyarországon sem, viszont a jelen elemzés szerint nagyban hozzájárultak a külföldi vállalatok teljesítményének javulásához.

H3: A külföldi vállalatok teljesítményére a társasági adó és a társadalombiztosítási járulék változása nem volt érdemi hatással.

A hipotézis állításai közül csak a társasági adó vonatkozásában igazolja vissza a regresszió a modell feltételezését. Ez nem meglepő, hiszen az adókedvezmények és mentességek miatt magának a fizetett adónak eleve nem lehet nagy jelentősége a külföldi tulajdonú vállalatok teljesítményében. Ami viszont a társadalombiztosítási járulék szerepét illeti, a hipotézis feltevése nem igazolódik vissza.

Az elmúlt két évtizedben a magyar kormányok, akárcsak régiós versenytársaik, komoly erőfeszítéseket tettek, hogy vonzóvá tegyék az országot a külföldi befektetők számára. Ennek a gazdaságpolitikának volt a következménye, hogy Magyarország intenzív versenyt folytatott régiós versenytársaival. Az empirikus kutatási eredmények azonban nem szolgáltattak elegendő bizonyítékot arra, hogy akár a kelet-közép-európai térségnek, akár Magyarországnak javult volna a tőkepiaci versenyképessége, illetve több külföldi befektetőt vonzottak volna ezek az országok az adóösztönzők hatására. Az adóverseny ugyanakkor jelentősen hozzájárult a térség országai, köztük Magyarország adóbevételeinek erodálásához.

Az ökonometriai vizsgálat eredményeképpen megerősíthető az a hipotézis, hogy a magyarországi vállalati kibocsátásra az adópolitika változása nem gyakorolt érdemi hatást. Ugyanakkor fontos konklúziója a kutatásnak, hogy az adókedvezmények jelentősen hozzájárultak a külföldi tulajdoni többségű vállalatok magyarországi teljesítményjavulásához.

6. A globális pénzügyi és reálgazdasági válság hatásainak előzetes felmérése

Egy vállalkozás életképességének és eredményességének legfőbb forrása tevékenységének árbevétel-generáló képessége. Az értékesítési nettó árbevétel ingadozása a válság gyenge jelzése, ami az értékesítési kockázat kifejezője. Az adatsorok szerint a 2007-2011 közötti időszakban, a legtöbb ágazatban 2009-ben, jelentős visszaesés történt, ami némely ágazatban 2010-ben is folytatódott, de 2011-ben a legtöbb ágazatban az árbevétel elérte a 2007. évi szintet.

A TOP 100 kulcsvállalatainál – néhány kivétellel – a működési jövedelem és a nettó jövedelmezőség 2-3%-os szintre zuhant, pedig a nettó jövedelemnek kell(ene) fedezetet nyújtani a hitelek törlesztésére, az osztalékra és a növekedést serkentő beruházásokra. Figyelembe veendő, hogy a relatíve magas értékesítési árbevételi értékek egyáltalán nem tükrözik a vállalatok magas profittermelő képességét.

Az értékesítési árbevétel belső növekedési rátáját a vállalkozás teljes mértékben külső források igénybevétele nélkül, önfinanszírozó módon éri el. A 2008 és 2011 közötti időszakban, a járműiparban a következő ROA értékek voltak: 2008: 1,5 (!), 2009: 0,8, 2010: 6,7, 2011: 8,2.

A profitvisszatartás rátái így alakultak: 2008: 86%, 2009: 19%, 2010: 95,9%, 2011: 17,1%.

A belső növekedési ráta a következő lett volna: 2008: 1,3% (!), 2009: 0,02% (!), 2010: 6,9%, 2011: 1,4% (!).

A valós árbevétel-növekedési adatok így alakultak: 2008: -3,6% (!), 2009: -22,0% (!!), 2010: 24%, 2011: 22,2%.

Ugyanezek a mutatók az elektronikai ágazatban a következő képet mutatták: ROA mutatók: 2008: -0,02% (!), 2009: 0,3% (!), 2010: 1,5% (!), 2011: -0,4% (!).

A profit-visszatartási ráta alakulása: 2008: 94,7%, 2009: 91,3%, 2010: 62,1%, 2011: 83,1%.

A belső növekedési ráta 2008-ban és 2011-ben értelmezhetetlen volt, 2009-ben 0,3% (!), 2010-ben pedig 0,9% (!).

A valós árbevételi indexek a következők szerint alakultak: 2008: -0,1% (!), 2009: 0,5% (!), 2010: 21,6%, 2011: -9,4%.

7. A beruházási döntések befolyásoló tényezőiről

A vállalkozások fejlődéséhez elengedhetetlenek a beruházások, amelyek a vállalkozások számára stratégiai kérdést jelentenek. A beruházási döntések esetében figyelembe kell venni, hogy a beruházások részben vagy egészben visszafordíthatatlanok, így a beruházás kezdeti költsége részben vagy egészben elsüllyedt költség. A beruházásokat bizonytalanság jellemzi, mert a beruházásoktól várható jövőbeli hozam alakulása bizonytalan. A beruházási döntések fontos eleme, hogy lehetőség van a beruházások időzítésére. A jelenleg birtokában levő információk alapján a menedzser dönthet úgy, hogy beruház, vagy további információra van szüksége, jobb környezeti adottságokra vár, ezért elhalasztja a beruházást.

A fedezékbe vonulás is az értékromboló döntések közé tartozik, amikor is a menedzserek azért hajtanak végre beruházást, hogy biztosítsák a pozíciójukat a vállalkozásnál. Ezek a döntések a túl beruházottság problémájához vezetnek. A túl beruházottság problémájának hatása több idegen tőke igénybevételel csökkenthető, mert a többlet adósság vállalásának köszönhetően, a beruházásokra felhasználható szabad pénzáram nagysága csökken.

A növekedési lehetőségek kihasználása a vállalkozás tőkeszerkezetétől függ. Túlzott eladósodással szembesülő vállalkozások esetében a tulajdonosok nem hajlandóak kihasználni ezeket a növekedési lehetőségeket, mert a növekedési lehetőségek által közvetített érték a hitelezőkhöz áramlik. Túlzott eladósodás esetén a vállalkozások csak akkor hajtanak végre beruházásokat, ha a projekt nettó jelenértéke meghaladja az adósság nominális értékét és képes értéket közvetíteni a tulajdonosoknak. A túlzott eladósodás esetén felmerülő ügynöki problémákra nagy hatással van, ha a vállalkozás számára kilátásban vannak olyan növekedési lehetőségek, amelyek még kihasználatlanok. A mérsékelt növekedési lehetőséggel rendelkező vállalkozásokat a túlzott eladósodás arra ösztönzi, hogy kockázatosabb projekteket válasszanak, így esetükben kockázat-eltolódás figyelhető meg. Ezzel ellentétben a jó növekedési lehetőségekkel rendelkező vállalkozásokat a túlzott eladósodás arra ösztönzi, hogy kerüljék a kockázatot és biztonságos projektekbe fektessenek be, hogy elkerüljék a pénzügyi ellehetetlenülés állapotát, és ki tudják használni a jövőbeli növekedési lehetőségeket.

A vállalkozások beruházási döntéseit két tényező: a vállalkozás pénzügyi helyzete és a növekedési lehetőségei határozzák meg. A jó növekedési lehetőségekkel rendelkező, prudens gazdálkodást folytató vállalkozások képesek optimális döntéseket hozni. Ezzel szemben a gyenge növekedési kilátások és rossz pénzügyi helyzet esetén, az aszimmetrikus információk és az ügynöki problémák a beruházási döntések torzulásait eredményezik.

Magyarországon, a válság során változások következtek be a forrásáramlásban és a növekedési lehetőségekben. A gazdasági és politikai környezet a fundamentális bizonytalanságot erősítette, amely a gazdasági szereplők bizonytalanságának növekedését vonta maga után. A gazdaság szereplőire, a háztartásokra, a vállalatokra és az államra a túlzott eladósodás jellemző, amely a gazdasági szereplők alul beruházottságát eredményezi. A szereplők beruházási hajlandósága csökkent, viselkedésükre kockázatkerülés jellemző. A fennálló piaci tökéletlenségek, amelyek közül az aszimmetrikus információk és az ügynöki problémák hatásai emelhetők ki, a válság során elmélyítették az alul beruházottság problémáját. Amint az alábbi (1. sz.) tábla mutatja, a beruházások szintje 2012-ben a 2004-es szintre esett vissza.

1. tábla

A beruházások alakulása 2000-2012 között

Év	Beruházott összeg(md Ft)
2000	2 900
2001	3 100
2002	3 500
2003	3 800
2004	4 100
2005	4 500
2006	4 700
2007	4 900
2008	5 000
2009	4 800
2010	4 500
2011	4 200
2012	4 100

Forrás: Központi Statisztikai Hivatal

Magyarországon a fennálló piaci tökéletlenségek a válság során elmélyítették az alul beruházottság problémáját. A beruházási döntések torzulásai a beruházások cash flow érzékenységének növekedéséhez vezettek, így a vállalkozások beruházásai érzékenyek a belső források ingadozásaira. A beruházások cash flow érzékenységének növekedése a negatív cash flow sokkok esetén alul beruházottsághoz vezet, míg a pozitív sokkok esetén a túl beruházottság problémája erősödik.

8. Az exportképes vállalatok tőkeszerkezeti döntéseinek jellemzőiről

A kutatás során elemeztük az 1992-2006 közötti időszakra vonatkozóan, a magyar feldolgozóipari vállalatok tőkeszerkezeti döntéseit befolyásoló tényezőket. Az elemzés eredményeként levonható legfontosabb tanulságok a következők:

- i. a hosszú távú befektetések tervezhetőségét nehezíti az, hogy a vizsgált időszakban a magyar vállalatok tőkeszerkezetében meghatározó aránya a rövid lejáratú forrásoknak volt, míg a hosszú lejáratú források súlya összességében tartósan alacsony;*
- ii. minden egyebet változatlanak tekintve, a rövid- és a hosszú lejáratú külső forráshoz jutás egyik feltétele, hogy a vállalat aktív szereplő legyen az exportpiacon, és méretét tekintve nagyvállalat legyen; a kis- és közepes méretű vállalatok akkor sem képesek külső forrást bevonni, ha relatíve nagy exportőrök;*
- iii. a pótlólagos hosszú lejáratú források megszerzésének feltétele, hogy a vállalatok megfelelő biztosítékot tudjanak felmutatni;*
- iv. nem igazolódott a feltevés, hogy a vállalati méret növekedésével a hosszú lejáratú hitelekhez jutás könnyebb lenne;*
- v. a kis- és közepes méretű vállalatok a szabad pénzeszköz többleteiket a hosszú lejáratú kötelezettségeik csökkentésére használják, a jobb reputáció elérésének érdekében, míg a nagyvállalatok és általában a hazai tulajdonban lévő vállalatok (mérettől függetlenül) a rövid lejáratú kötelezettségek volumenét és az ezzel járó költségeiket csökkentik; a külföldi tulajdonban levő cégek áttételi mutatóit a likviditási többlet nem befolyásolja.*

Az 1990-es évek közepén készült elemzések eredményeként azt találták, hogy a tőkestruktúrát leginkább befolyásoló tényező a tulajdonosi viszonyokban bekövetkezett változás volt. A pótlólagos tőkebevonás részvénytőke formájában volt jellemző, a hitelfinanszírozás relatív nagysága csökkenő volt ebben az időszakban, mivel a hitel átlagos költsége meghaladta a vállalatok tőke feletti megtérülési rátáját. A piacgazdaságra való áttérés korai szakaszában a hazai bankszektor kiszorult a vállalati finanszírozásból, a cégek külföldi partnereiktől s bankoktól kaptak kölcsönt. Az 1990-es évek közepétől a külföldi hitelfelvétel révén felélenkült a hazai vállalati hitelfinanszírozás, majd később a hazai bankszektor is bekapcsolódott a forrásközvetítésbe. Ugyanebben a korai időszakban a magyar tőzsdei vállalatok finanszírozás-forrás korláttal küszködtek, többek között a banki tőkeadagolás miatt. A piacgazdasági átalakulás éveire végzett kutatásunk, a hazai feldolgozóiparra vonatkozóan megállapította, hogy a magyar vállalatok tőkeszerkezetében a saját tőke mellett a hosszú lejáratú források igénybevételének okait, akárcsak más, a piacgazdaságra áttérő országban, a kereslet és kínálat sajátos alakulása határozta meg. Az elemzett időszakban meghatározó aránya a rövid lejáratú forrásoknak volt, míg a hosszú lejáratú források súlya összességében alacsony volt. A vállalatok esetében inkább finanszírozási szerkezetéről beszélhetünk, mintsem vállalati tőkeszerkezetéről, hiszen az idegen források jelentős hányadát rövid lejáratú hitelek képezik. Hosszú lejáratú forrásokhoz jó eséllyel, a többségi külföldi tulajdonban levő vállalatok juthattak, akár anyavállalati hosszú lejáratú kölcsön, akár tulajdonosi tőkejuttatás formájában. Az 1992-2006 közötti időszakban a magyar feldolgozóipari vállalatok átlagos hosszú lejáratú hitel-aránya csupán 7,5%, míg a rövid lejáratú átlagos hitel-aránya 40% volt. A tulajdoni forma szerinti vizsgálat alapján, a többségi hazai tulajdonban levő cégek esetében a hosszú lejáratú hitel és az összes eszköz aránya az elemzett időszakban 6% körül alakult, míg a rövid lejáratú hitel és az összes eszköz aránya 41% körül volt. A többségi külföldi tulajdonban lévő vállalatok hasonló aránya, tehát az átlagos hosszú lejáratú hitel-arány 9%, míg a rövid lejáratú hitel-arány 37% körül alakult.

A bankok és a tőkepiac által nyújtott kölcsöntőke-forrásoknak elhanyagolhatóan csekély szerep jutott a strukturális átalakulásban. Az elemzett időszakban alig került sor kötvénykibocsátásra; sem állami nagyvállalatok, sem a magánvállalatok projektjeinek keretében nem került sor hosszú lejáratú kötvény-finanszírozásra. A források relatív szűkösségén kívül, ebben az is szerepet játszhatott, hogy a tőke- és pénzügyi intézmények nem tudták kellő hatékonysággal kezelni a finanszírozásban kialakuló információs aszimmetriát.

Tőkestruktúra vizsgálatunk az eszközök összetételére, a méretre, a profitabilitásra, a növekedésre, az export-piacra való belépésre, a pénzeszköz-állományra és a tulajdonosi szerkezetre, mint magyarázó tényezőkre épült.

A kutatás során elemzett időszakban a vállalati hitelek volumene megnőtt, mind a hazai és külföldi, mind pedig a kis- és közép- valamint a nagyvállalatok esetében, de ebből különösen nagy hányadot képvisel a rövid lejáratú hitel. A többségi hazai tulajdonú vállalatokhoz képest enyhe többletet figyelhetünk meg a többségi külföldi tulajdonban levő cégeknél, a hosszú lejáratú és a beruházási hiteleket illetően. A finanszírozási szerkezetben később megnőtt a hitelek volumene, amelyen belül a rövid lejáratú források dominanciája figyelhető meg, mindegyik választott vállalati csoportban. A magyar vállalati szektor eladósodottsága azonban nemzetközi összehasonlításban alacsony. Az idegen források egyre jelentősebb finanszírozási szerepe részben arra vezethető vissza, hogy a makrogazdasági feltételek stabilizálódtak az 1990-es évek közepétől, a kockázatok ezzel párhuzamosan mérséklődtek, s mindez nagyobb tőkeáttételt tett lehetővé a már működő vállalatok esetében. Szintén hozzájárult a tőkeáttétel növekedéséhez, hogy a rezidens vállalatok eddigi regionális vállalat-felvásárlásait jellemzően nem tőkeemeléssel, hanem banki vagy tulajdonosi hitel felvételével, ritkábban kötvénykibocsátással finanszírozták.

A magyar gazdaságban a vállalatok tőkeszerkezete nem hasonlít a piacgazdaságban megszokott tőkeáttételi scénáriókhöz. A túlzott rövid lejáratú hitelfelvétel kifejezetten kényszerválasztás, a külső körülmények szorításának következménye. A kereskedelmi bankok elenyésző mértékben helyeznek ki hosszú lejáratú hiteleket, amelyek magas kamat mellett vehetők igénybe; a vállalatok nagyon ritkán bocsátanak ki hosszabb távú kötvényeket; a vállalatoknak csupán szűk köre profitábilis oly mértékben, hogy az bensőleg generált forrásokat biztosíthatna tőkeemelési célzattal. Mindebből természetesen az is következik, hogy hosszú lejáratú forrásokhoz, jó eséllyel, a többségi külföldi tulajdonban lévő vállalatok juthatnak, akár anyavállalati hosszú lejáratú kölcsön, akár tulajdonosi tőkejuttatás formájában.

A magyar feldolgozóiparban a rövid lejáratú kötelezettségeknek nagy súlya van a vállalatok finanszírozási szerkezetében, míg a hosszú lejáratú forrásoknak a feltörekvő országokkal összehasonlítva, rendkívül alacsony volt a súlyuk az elemzett időszakban. Következésképp valószínű, hogy a magyar vállalatoknak komoly nehézségeik vannak a hosszú távú beruházásaik tervezésénél. Kutatásunk legfontosabb eredménye az, hogy minden tényező változatlansága esetén, ha egy vállalat hosszú- vagy rövid lejáratú forráshoz szeretne jutni, akkor fontos, hogy nagyvállalat legyen és jelentős exportőr is egyben. Megállapítható továbbá, hogy egy kis- és közepes vállalatnak akkor sem lesz könnyebb hozzáférése a rövid- vagy hosszú lejáratú hitelekhez, ha sikeres exportőr.

9. Vállalatkormányzási tapasztalatok

A kutatás megállapította, hogy a vállalaton belüli érdekkonfliktusok kezelésére szolgáló vállalatkormányzási eszközök alkalmazhatósága függ a vállalatot körülvevő intézményi struktúrától. Empirikus vizsgálat feltárta a vállalati értékrendszer szerkezetét, s azt, hogy az nagyban függ az intézményi rendszert alakító makro-tényezőktől. A kutatás bizonyította, hogy a vállalatkormányzási rendszerek nemzetgazdaságok közötti variabilitását egymagában nem magyarázza az adott gazdaságra jellemző jogrendszer, az aktuális kormányzat politikai eszmerendszere, s a választási szisztéma.

A kutatás fő konklúziói a következők voltak: a vállalatkormányzási rendszerek összehasonlításakor figyelmet kell fordítani az adott ország gazdasági-társadalmi viszonyrendszerére; adott ország pénzügyi rendszeréből kideríthetők az érdekhordozók motivációi és érdekei; a tőkebefektetők, akik

számára a vállalkozási rendszer befektetési kockázatot jelent, alkalmazkodnak a helyi intézményi környezethez, vállalati sajátosságokhoz, ugyanakkor számon tartják a rendszerhiányosságokat.

2. sz. melléklet: Az OTKA kutatás eredményei „A vállalati növekedés tapasztalatai a magyar iparban 1993-2012 közötti időszakban” című kötetben jelentetjük meg az Akadémiai Kiadónál, 2014 nyarán.

A kötet szerkezete a következő:

- 1) Bevezető tanulmány a vállalati növekedés eredményeiről (Bélyácz Iván)
- 2) A vállalati növekedés teóriái – áttekintés és értékelés. (Katits Etelka-Zsupanekné Palányi Ildikó)
- 3) A beruházási döntések torzulásai. (Kuti Mónika-Tóth Pajor Ákos)
- 4) Az erőforrás-alapú vállalati növekedés testetlen eszköz komponensének növekvő szerepéről. (Bélyácz Iván-Kovács Kármén)
- 5) Az exporttevékenység tőkeszerkezeti döntésre gyakorolt hatása: empirikus vizsgálat a magyar feldolgozóipari vállalatok esetében. (Balla Andrea-Gabriela Mundaca)
- 6) Az adóverseny kelet-közép-európai és magyarországi hatásai a vállalati befektetésekre és a termelésre. (Katona Klára)
- 7) A hazai vállalkozások növekedési céljainak pénzügygazdasági elemzése. (Katits Etelka)
- 8) Vállalkozásmenedzés kelet-közép-európai szemmel. (Bedő Zsolt)
- 9) A külföldi működő-tőke hatása a magyar beruházási aktivitásra az elmúlt két évtizedben. (Bélyácz Iván-Katona Klára)

3. sz. melléklet: A kiszámított mutatók listája

- 1) Átlagos nettó értékesítési árbevétel növekedési rátái
- 2) A működési jövedelmezőség alakulása (üzleti tevékenység eredménye/értékesítés nettó árbevétele)
- 3) Átlagos nettó jövedelmezőség alakulása (adózott eredmény/értékesítés nettó árbevétele)
- 4) Átlagos ROA ráták alakulása (adózott eredmény/átlagos összes eszköz)
- 5) Átlagos ROI ráták alakulása (adózott eredmény/átlagos befektetett eszköz)
- 6) Átlagos ROE ráták alakulása (adózott eredmény/átlagos saját tőke)
- 7) Átlagos profit-visszatartási ráták alakulása (1 – fizetett osztalék/adózott eredmény)
- 8) Átlagos likviditási ráták alakulása (átlagos összes forgóeszköz/átlagos összes rövid lejáratú kötelezettség)
- 9) Átlagos tőkeszerkezeti ráták alakulása (átlagos összes hosszú lejáratú kötelezettség/átlagos saját tőke)
- 10) Saját tőke aránya az összes forráson (összes eszközön) belül
- 11) Az idegen forrás (rövid- és hosszú lejáratú) aránya az összes forráson belül
- 12) Átlagos kamatfedezeti ráták alakulása (működési eredmény/fizetett kamatok)
- 13) Átlagos forgótőke alakulása (összes forgóeszköz – összes rövid lejáratú kötelezettség)
- 14) Vásárolt készletek/forgóeszközök aránya
- 15) Saját termelésű készletek/forgóeszközök aránya
- 16) Készletek/forgóeszközök aránya
- 17) Követelések/forgóeszközök aránya
- 18) Vevői követelések/forgóeszközök aránya
- 19) Összes készletek átlaga/egy napra jutó értékesítés nettó árbevétele
- 20) Követelések/rövid lejáratú kötelezettségek
- 21) Vevői követelések átlaga/egy napra jutó értékesítés nettó árbevétele
- 22) Szállítói tartozások átlaga/egy napra jutó értékesítés nettó árbevétele
- 23) Átlagos belső és fenntartható növekedés rátái és az átlagosan realizált árbevétel-növekedési ráták
- 24) Átlagos működési profit változása
- 25) Átlagos értékesítési növekedési ráták változása az előző év százalékában
- 26) Az átlagos bérköltség változása az előző év százalékában