

## A tőkeszerkezet meghatározó tényezői

Krénuszt Ágota\*

*A tőkeszerkezet nem más, mint a vállalat beruházásai által termelt pénzáramlásnak a vállalat eszközeire vonatkozó, hosszú távú pénzügyi követelések tulajdonosai közötti szétosztása. A pénzügyi vezető, amikor eldönti, hogy egy adott beruházást milyen formában kíván finanszírozni, arról dönt, hogyan alakul a követelések tulajdonosainak összetétele.*

*A tőkeszerkezeti probléma tehát szorosan kapcsolódik a pénzügyi vezető finanszírozási döntéseibe, amely a pénzügyi terület két része közül az egyiket képviseli.*

*Azt tudjuk, hogy a másik részterület – a beruházási döntések eredményeképpen – meghatározza a vállalat sikerességét, fennmaradásának alapját. A beruházási döntések pozitív nettó jelenértékűek, növelik a vállalat értékét. De növelhetik-e a finanszírozási döntések is? A tőkeszerkezet alakítása során a pénzügyi vezető erre törekszik. Olyan tőkeszerkezetet kell kialakítania, amely maximálja a vállalat értékét. Ezt a folyamatot azonban csak a vállalat környezeti feltételeinek ismeretével teheti, mivel e feltételekhez való alkalmazkodással alakítható ki az optimális tőkeszerkezet.*

*Kutatásaim során elsősorban a tőkeszerkezet meghatározó tényezőivel (azon tényezőkkel, amelyek befolyásolják a tőkeszerkezeti döntéseket) és ezeknek a tőkeáttétel szabályszerűségeire vonatkozó hatásaival foglalkozom. Vizsgálom, hogy a különböző területeken mért tőkeáttételi mutatók miért térnek el egymástól, melyek azok a meghatározó tényezők, amelyek az eltéréseket okozzák. Dolgozatomban először felvázolom a tőkeszerkezet „mérésének” (számszerűsítésének) lehetőségeit, bemutatom a tőkeszerkezeti döntéseket befolyásoló tényezőket. Majd ezeket kifejtve térek rá a kutatás empirikus részének rövid ismertetésére, az eredmények bemutatására azonban csak egy következő dolgozat kereteiben kerülhet sor.*

*Kulcsszavak: finanszírozási politika, tőkeszerkezet, tőkeszerkezet meghatározó tényezői*

### 1. Bevezetés

A tőkeszerkezet nem más, mint a vállalat beruházásai által termelt pénzáramlásnak a vállalat eszközeire vonatkozó, hosszú távú pénzügyi követelések tulajdonosai közötti szétosztása. A pénzügyi vezető, amikor eldönti, hogy egy adott beruházást milyen formában kíván finanszírozni, arról dönt, hogyan alakul a követelések tulajdonosainak összetétele.

A tőkeszerkezeti probléma tehát szorosan kapcsolódik a pénzügyi vezető finanszírozási döntéseibe, amely a pénzügyi terület két része közül az egyiket képviseli.

Azt tudjuk, hogy a másik részterület – a beruházási döntések eredményeképpen – meghatározza a vállalat sikerességét, fennmaradásának alapját. A beruházási döntések pozitív nettó jelenértékűek, növelik a vállalat értékét. De növelhetik-e a finanszírozási döntések is? A tőkeszerkezet alakítása során a pénzügyi vezető erre törekszik. Olyan tőkeszerkezetet

---

\* Krénuszt Ágota, PhD hallgató, Budapesti Corvinus Egyetem, Befektetési Tanszék (Budapest).

kell kialakítania, amely maximálja a vállalat értékét. Ezt a folyamatot azonban csak a vállalat környezeti feltételeinek ismeretével teheti, mivel e feltételekhez való alkalmazkodással alakítható ki az optimális tőkeszerkezet.

Kutatásaim során elsősorban a tőkeszerkezet meghatározó tényezőivel (azon tényezőkkel, amelyek befolyásolják a tőkeszerkezeti döntéseket) és ezeknek a tőkeáttétel szabályszerűségeire vonatkozó hatásaival foglalkozom. Vizsgálom, hogy a különböző területeken mért tőkeáttételi mutatók miért térnek el egymástól, melyek azok a meghatározó tényezők, amelyek az eltéréseket okozzák. Dolgozatomban először felvázolom a tőkeszerkezet „mérésének” (számszerűsítésének) lehetőségeit, bemutatom a tőkeszerkezeti döntéseket befolyásoló tényezőket. Majd ezeket kifejtve térek rá a kutatás empirikus részének rövid ismertetésére, az eredmények bemutatására azonban csak egy következő dolgozat kereteiben kerülhet sor.

## 2. A tőkeszerkezet „mérése”

A tőkeszerkezetek összehasonlíthatóságának érdekében, a vállalatok pénzügyi adataiból számítható mutató a tőkeáttétel (leverage <US>, gearing <UK>).

„A működési tőkeáttétel (operating leverage) nagyságát a vállalat profitnövekményének és az eladott árumennyiség növekményének hányadosával mérjük. Alapvető meghatározója a fix és változó költségek aránya.” (Sulyok–Pap, 1995, 309. o.) Magas fix költségek mellett ez a mutató a nyereségességet mutatja.

„A befektetői tőkeáttétel (investment leverage) az olyan befektetések (értékpapírok adásvétele, határidős tőzsdei pozíciók létrehozása) esetén jelentkezik, ahol a szükséges letét csak töredéke a művelet teljes összegének.” (Sulyok–Pap 1995 309. o.).

Elemzéseinkben a *pénzügyi tőkeáttételt* használjuk, amely a vállalat eladósodottságát méri. E mutató egyik fajtája a tőkeáttételt, mint az idegen források összes forráson belüli arányát mutatja, vagyis  $L = D/D+E$ , ahol  $D$  az összes kötelezettséget (debt), míg  $E$  a saját tőkét (equity) jelöli, tehát  $D+E$  az összes forrás. Hasonlóan szokták számolni a kötelezettségek (idegen források) és a saját tőke arányát, azaz  $D/E$ -t. Különböző mutatók alakíthatók ki aszerint, hogy mit értenek idegen forrás alatt, vagyis mely mérlegsorokat vonják össze. Szokás számolni a hosszú lejáratú kölcsönök és a saját tőke arányát, az adósságállomány piaci értékének és a saját tőkének az arányát, vagy akár a kötelezettségállomány egyes elemeinek (például: bankhitelek, szállítók, stb.) a saját tőkéhez vagy összes forráshoz viszonyított arányát is. Éppen ezért nagyon fontos pontosan ismerni, hogy milyen mutatókkal dolgozunk.

A pénzügyi tőkeáttétel fenti indexei tehát azt mutatják meg, hogy a vállalat eszközei milyen fedezetet nyújtanak a kötelezettségekre. Ugyanakkor, a vállalat eszközeit értékesíteni kell előbb ahhoz, hogy a hitelezők igényeit kielégítsék. Szokás ezért olyan mutatókat számolni, amelyek arról árulkodnak, hogy a vállalat bevételei mennyire fedezik a kamatkötelezettséget. A kamatfedezeti mutatók a vállalat kamat- és adófizetés előtti (EBIT= Earnings before interest and tax) vagy kamat- és adófizetés, illetve értékcsökkenés nélküli (EBITDA= Earnings before interest, tax and depreciation of assets) eredményét viszonyítják a kamatfizetések összegéhez.

### 3. A tőkeszerkezetet meghatározó tényezők

#### 3.1. Az „alaptétel” és módosítása

Az a kérdés tehát: mi alapján dönt a pénzügyi vezető a lehetséges finanszírozási eszközök között? A vezetés fő feladata, hogy maximalizálja a vállalat értékét. Így tehát a pénzügyi vezető feladata is az, hogy *olyan tőkestruktúrát hozzon létre, amely maximalizálja a vállalat értékét.*

A vállalati pénzügygel és ezen belül is a tőkestruktúrával foglalkozó elméletek körülbelül harmincéves múltra tekintenek vissza. 1958-ban a *Modigliani–Miller* szerzőpáros munkájában kifejtette, hogy a tőkeszerkezet irreleváns a vállalat értékére nézve, vagyis nincs olyan optimális tőkeszerkezet, amely mellett a vállalat értéke maximális. A vállalat nem tudja értékét azáltal megváltoztatni, hogy az általa termelt jövedelmet különbözőképpen osztja szét. Ezt a kijelentésüket azzal magyarázták, miszerint a befektető nem fog többet fizetni annak a vállalatnak a részvényéért, amelynél nagyobb a tőkeáttétel, mivel ezt a tőkeáttételt az egyén maga is létre tudja hozni azáltal, ha hitelt vesz fel, és ezt egy tőkeáttétel nélkül működő cég papírjaiban helyezi el. A *Modigliani–Miller* törvény teljesüléséhez azonban szükséges a tökéletes tőkepiac megléte, illetve, hogy fennálljanak a következő feltételek:

1. Nincsenek adók,
2. Nincsenek tranzakciós költségek,
3. Minden piaci résztvevő azonos információval rendelkezik – azaz nincs információs aszimmetria,
4. Mindenki azonos feltételek mellett vehet fel hitelt – kockázatmentes kamatlábon (kockázatmentesség).
5. A vállalatok csak kétféle kötelezettséget vállalnak: kockázatmentes hitelt vehetnek fel és részvényt bocsáthatnak ki.
6. Minden pénzáramlás örökjáradék-jellegű.
7. A működési pénzáramlás független a hitelfelvételi politikától.

Ezek a feltételezések azonban a valós világban nem – vagy csak részleteikben léteznek. Így az egyéni áttételes portfólió létrehozása sokkal több költséggel és korlátozással jár, mint a vállalat esetében (vagyis a vállalat könnyebben és olcsóbban hozza létre a tőkeáttételt, mint az egyén).

A szerzőpáros 1963-ban korrigálta elméletét az adók hatásával. Megállapították, hogy a társasági adók a tőkeáttétel növekedésével dramatikusan növelik a vállalat értékét. Ha  $V_u$  tőkeáttétel nélküli,  $V_l$  a tőkeáttétellel működő vállalat értéke,  $t$  az adókulcs és  $L$  (itt értsd: idegen tőke/összes eszköz) a tőkeáttétel, akkor a következő képlet írható fel:  $V_l = V_u + t \cdot L$ . Ez viszont azt jelenti, hogy a vállalatokat teljesen adósságból kell finanszírozni, mivel értékük ekkor maximális. A gyakorlatban ez elképzelhetetlen, mivel a vállalat csődjéhez vezetne. A vállalatok  $L$  mutatója ezért jóval egy alatt van, nulla vagy akár negatív is lehet hosszabb időszakon keresztül. Ez viszont azt jelenti, hogy a vállalatok nem maximalizálják értéküket, vagy a *Modigliani–Miller* elméletben van valamilyen súlyos tévedés vagy figyelembe nem vett feltétel az érték és a tőkeáttétel közti kapcsolatban.

A további elméletek a *Modigliani–Miller* elmélet helyesbítésére illetve kiegészítésére szorítkoztak. Elsősorban az adók tőkeszerkezeti hatásaival foglalkozott *Miller* (1977), *Masulis–DeAngelo* (*DeAngelo – Masulis* 1980). Az adózási előnyök (adópapjzs, adómegetaka-

rítés) és a csőd közötti választással foglalkozik a választásos elmélet (*Bradley és szerzőtársai* 1984, idézi: Brennan 1995). A tőkeszerkezet és az aszimmetrikus információk elméletének összekapcsolását végezte el a hierarchia elmélet (*Myers–Majluf* 1984).

Ezek az elméletek azonban csak csekély mértékben magyarázzák a tőkeszerkezetben létrejövő különbségeket. Mi a helyzet tehát a gyakorlatban?

### 3.2. Tőkeszerkezet a gyakorlatban

A Modigliani–Miller szerzőpáros elmélete tehát csak tökéletes tőkepiac esetén érvényesül. Jóllehet megpróbálták az általuk kidolgozott elméletet egy feltétel feloldásával értelmezni, ez önmagában nem bizonyult járható útnak. Világos, hogy a vállalati vezetőnek nagyon sok feltétel egyidejű figyelembevételével kell megoldania az optimalizálás problémáját. E tényezőket két csoportra bontottam. Az ország vagy régióspecifikus tényezőket *makrotényezők*nek neveztem el. Ezek magyarázzák az országok – régiók közötti fő különbségeket. Ezek olyan megfigyelhető tényezők, amelyek makroszinten érvényesülnek. A másik csoport, ebből következően azt vizsgálja, mi befolyásolja a vezetőket a tőkeszerkezet alakításában vállalati, azaz mikro szinten. Ezek – nem véletlenül – a *mikrotényezők*. Ezt a csoportot további két részre lehet bontani. Vannak olyan faktorok, amelyek minden vállalat esetében meghatározóak, és vannak a pénzügyi vezetőből adódó sajátosságok. Kutatásaim további részében az előbbiekkal kívánok foglalkozni. Ezek ismertetése történik a 3.5. részben.

### 3.3. Makrotényezők

#### 3.3.1. A tőkepiac fejlettsége és a bankrendszer jellemzői (intézményi jellemzők)

A tőkepiac fejlettsége és a bankrendszer egymással szoros kapcsolatban van. Viszonyuk kialakulását, a finanszírozásban való domináns szerepüket leginkább az egyes területek történelme határozza meg. Két jól elkülöníthető rendszerről beszélhetünk. Az egyikben, az angolszász rendszerben, a tőkepiac dominálja a tőkefinanszírozást. Ez főleg annak köszönhető, hogy az angolszász területeken a szabad tőke „elszórt” volt, a tőzsde intézménye töltötte be a tőkekoncentráció szerepét, és ez mind a mai napig fennáll. Itt nyilván kevesebb hely jutott a bankoknak.

Ezzel szemben a kontinentális rendszerben a bankok szerepe meghatározó. A kontinentális–európai országokban a gazdasági többlet nagyobb részét az arisztokrácia luxuskidadásai és az állami hadikidadások emésztették fel. A vállalatfinanszírozáshoz külföldi tőke segítségével bankokat alapítottak, hogy az Angliával és Északnyugat-Európával szembeni gazdasági elmaradottságot csökkentsék. A magántőke szerepe nem volt jelentős, mivel a megtakarításokat a háborúk és az ezeket kísérő inflációs időszakok nagyjából megsemmisítették, így a vállalkozások finanszírozásában a bankok vették át a főszerepet. Ez a bankok szinte túlzott szerepéhez, és az úgynevezett univerzális bankok kialakulásához vezetett.

Ez az intézményi adottság tehát egyértelműen leszűkíti a finanszírozási lehetőségeket.

#### 3.3.2. A vállalatirányítás

Szintén történelmi meghatározottságú a vállalatirányítás. Az angolszász országokban az elaprózott tulajdonosi szerkezet a megbízó-ügynök problémához vezetett, melynek a tőkeszerkezetre illetve a vállalatértékre való hatását többen is kimutatták. (Mikolasek és szerzőtársai 1996, 31–32. o.).

A német rendszerben a bankok túlsúlya érvényesül a vállalatirányításban is. A bankok a náluk letétbe helyezett értékpapírokkal szavaznak a közgyűlésen, így előfordul, hogy többségben vannak. Ugyanakkor a bankok képviselője tagja a Felügyelő Bizottságnak is.

A japán vállalatirányítás jellemzője a *kereszttulajdonlás (mochiai)* és a bank központi szerepe. A jelenség neve *keiretsu*. A vállalatcsoport élén egy bank áll. A bank is hitelez a vállalatoknak, illetve a vállalatok is egymásnak.

### 3.3.3. Az adórendszer<sup>1</sup>

Nem mellékes, hogy az adórendszer az eredmény milyen jellegű kifizetéseit preferálja. Mivel a pénzügyi vezető arra törekszik, hogy a helyes tőkeáttételt úgy válassza meg, hogy a befektetők által realizált jövedelem maximális legyen. Vagyis azt az elosztási csatornát kell megtalálnia, amely végén a lehető legtöbb jövedelem marad meg. Az 1. táblázatban vastagon szedve láthatóak ezek az utak.

1. táblázat. Adórendszerek összehasonlítása

| Egy adózás előtti dollár értéke, ha |      | 1.<br>Adósságként (kamatként) fizetik ki | 2.<br>Osztalék-ként fizetik ki | 3.<br>Tőkejövedelem, ha megadóztatják | 4.<br>Tőkejövedelem, ha nem adózik |
|-------------------------------------|------|--|--------------------------------|---------------------------------------|------------------------------------|
| USA                                 | 1983 | <b>0,44</b>                              | 0,20                           | 0,32                                  | <b>0,44</b>                        |
|                                     | 1990 | <b>0,64</b>                              | 0,35                           | 0,35                                  | 0,54                               |
| Japán                               | 1983 | <b>0,65</b>                              | 0,36                           | 0,44                                  | 0,44                               |
|                                     | 1990 | <b>0,80</b>                              | 0,39                           | 0,48                                  | 0,48                               |
| Németország                         | 1983 | <b>0,44</b>                              | <b>0,44</b>                    | <b>0,44</b>                           | <b>0,44</b>                        |
|                                     | 1990 | 0,47                                     | 0,47                           | <b>0,50</b>                           | <b>0,50</b>                        |
| Franciaország                       | 1983 | <b>0,50</b>                              | 0,26                           | 0,43                                  | <b>0,50</b>                        |
|                                     | 1990 | 0,50                                     | 0,41                           | 0,49                                  | <b>0,58</b>                        |
| Olaszország                         | 1983 | <b>0,80</b>                              | 0,29                           | 0,59                                  | 0,59                               |
|                                     | 1990 | <b>0,88</b>                              | 0,42                           | 0,54                                  | 0,54                               |
| Nagy-Britannia                      | 1983 | 0,31                                     | 0,31                           | 0,34                                  | <b>0,48</b>                        |
|                                     | 1990 | 0,60                                     | 0,60                           | 0,39                                  | <b>0,65</b>                        |
| Kanada                              | 1983 | <b>0,50</b>                              | 0,35                           | 0,35                                  | 0,47                               |
|                                     | 1990 | 0,53                                     | 0,37                           | 0,36                                  | <b>0,56</b>                        |

Forrás: Rajan–Zingales(1994), 1443. o.

Jól látható, hogy míg az Egyesült Államokban 1990-ben a kötvényesek jártak jobban, addig Németországban a részvényesek tőkejövedelme adózott a legkevésbé.

<sup>1</sup> Ez a rész Rajan–Zingales (1995) alapján készült. Azóta számos adóreform történt az érintett országokban, így ez a táblázat már nem teljesen állja meg a helyét. A disszertációtervezetben természetesen ezeket az adatokat módosítani fogom.

Nemcsak a relatív, de az abszolút viszonyok is leolvashatóak azonban a táblázatból. Míg az Egyesült Államokban 1990-ben a kötvényes jövedelmének csak 64 százalékát kapta kézhez, addig Olaszországban 88 százalékát.

### 3.3.4. Pénzügyi nehézségek, csődtörvények

A pénzügyi nehézségek és a csődkiadások irrelevánsok a finanszírozási struktúra kialakítása szempontjából mindaddig, amíg ezek nem befolyásolják a vállalat pénzáramlását. Amint ezek megjelennek a pénzáramlásban, a vállalat értékét csökkentik, és ezzel rászorítják a vezetőket arra, hogy újragondolják és átszervezzék a vállalat finanszírozását.

A cash flow-t a pénzügyi nehézségek csökkenthetik, mivel pénzügyi nehézségekkel küzdő vállalatok csak igen magas kamaton jutnak hitelhez. A csőd vagy a csőddel való fenyegetettség költsége még nagyobb terhet jelenhet egy vállalat számára.

A csődtörvények célja a hitelezővédelem. Segítségével a hitelezők „megbüntethetik” a vállalatot és rákényszeríthetik, hogy a jövőben szigorúbb finanszírozási politikát folytasson, és kisebb tőkeáttétellel működjön. A csőd szabályozása nem egységes a világon. Egyes országokban a törvény nagyon szigorú. Németországban a hitelezőknek jelentős jogaik vannak a moratórium alatt, és ezért kevés vállalatot tudnak újraszervezni. A brit szabályozás értelmeiben a hitelezők akár a cég eszközeinek eladásával is kérhetik a kötelezettségek kiegyenlítését, sőt a csődbiztos kijelölése után már nem valószínű a tevékenység folytatásának lehetősége. Más országokban, mint például az Egyesült Államokban, Franciaországban vagy a többi európai országban a vállalatokat könnyebb újraszervezni, gyakran a hitelezők anyagi segítségével.

A szigorúbb szabályozás tehát veszélyeztetheti a vállalat fennmaradását magasabb tőkeáttétel mellett, így ezekben az országokban a tőkeáttétel nyilván alacsonyabb kell, hogy legyen.

### 3.4. Tőkeáttétel és a makroszintű meghatározó tényezők

Végezetül álljon itt egy összefoglaló táblázat (1. ábra) a determinánsok és egy átlagos tőkeáttételi mutató bemutatásával. A tőkeáttételi mutatók Rajan–Zingales tanulmányából származnak. (Rajan–Zingales 1995).

1. ábra. Makroszintű meghatározó tényezők

|                            | USA  | Nagy-Britannia                         | Japán                          | Németország                                  |
|----------------------------|--|--|--------------------------------|--|
| Intézményi adottság        | piaci alapú, fejlett tőkepiac                | piaci alapú, fejlett tőkepiac + bankok | bankok szerepe, keiretsu       | univerzális bankrendszer, fejletlen tőkepiac |
| Vállalatirányítás          | megbízó–ügynök elmélet, shareholder rendszer |  | blockholder, keiretsu, mochiai | blockholder, piramis rendszer                |
| Adórendszer                | kamat adóelőnye                              | kamat és osztalék egyenlő adó          | kamat adóelőnye                | kamat és osztalék egyenlő adó                |
| Csődtörvények              | kevésbé szigorú                              | szigorú                                | kevésbé szigorú                | szigorú                                      |
| Tőkeáttétel (adósság/tőke) | 0,33   | 0,16                                   | 0,37                           | 0,18   |

Forrás: Krénusz, 2000, 55. o.

## 3.5. Mikrotényezők

Ha egy egyszerű modellel kívánnánk felírni a tőkeszerkezet és a meghatározó tényezők közötti összefüggést, akkor a következő összefüggést kapnánk:

$$L_i = \sum a_i Ma_i + \sum b_i Mi_i + e_i$$

ahol:

|        |                                       |
|--------|---------------------------------------|
| $L_i$  | az $i$ -dik vállalat tőkeáttétele     |
| $a_i$  | az $i$ -dik makrotényező koefficiense |
| $Ma_i$ | az $i$ -dik makrotényező              |
| $b_i$  | az $i$ -dik mikrotényező koefficiense |
| $Mi_i$ | az $i$ -dik mikrotényező              |
| $e_i$  | az $i$ -dik vállalat hibatagja        |

A vállalat tőkeáttétele tehát egy ilyen modellben két megfigyelhető és egy egyedi részből áll. Az első megfigyelhető rész – a makrotényezők része – nagyon nehezen számszerűsíthető, már ha ez egyáltalán lehetséges. A számszerűsítés tehát egyedül a második részre – a mikrotényezőkre – végezhető el. A harmadik rész ugyanis, mint véletlen tényező a többi azonos (vagy inkább hasonló) mutató esetén az egyes vállalatok közötti eltéréseket mutatja, vagyis a már említett vezetői megfontolásokat és egyéb zajokat.

A mikrotényezők a vállalat gazdálkodásából adódó olyan tényezők, amelyek közvetlenül befolyásolhatják a hitelfelvételi politikát. Ilyenek lehetnek:

- Vállalati eredményesség
- Vállalati nyereségesség
- Vállalati növekedés
- Vállalati likviditás
- Befektetési intenzitás
- Iparág
- Kockázatosság

Az ilyen faktorok vizsgálatára összpontosító tanulmány még nem született, bár voltak próbálkozások. A tőkeszerkezet vállalati meghatározó tényezőinek vizsgálatával foglalkozott Rajan–Zingales (1995). Kutatásukban országok közötti összehasonlítással ellenőrizték a belső tényezők tőkeszerkezetre való hatását. Ezek voltak többek között: a nyereségesség, a vállalatméret, a növekedés vagy a befektetési intenzitás. Szintén végzett hasonló vizsgálatokat Ramb (2000). Vizsgálatában európai vállalkozásokon figyelte a vállalkozási forma tőkeszerkezetre való hatását.

Születtek tehát próbálkozások az ilyesfajta tényezők vizsgálatára, azonban természetesen Magyarország ezen összehasonlításokban nem szerepelt. Előbbi szerzők szintén nem próbálkoztak egy regressziós modell felépítésére.

A disszertációmban tehát ezen hiányosságokat pótolva a következőkben kifejtett elemzését szeretném elvégezni három országra: az Amerikai Egyesült Államokra, Magyarországra és Németországra. Tervem továbbá egy összehasonlítást készíteni a két nagy rendszer – Egyesült Államok és Németország – illetve Magyarország között. Ez nemcsak a két nagy közötti (egyébként elhalványuló) különbségeket mutatná be, hanem lehetőséget adna a magyar vállalkozások nemzetközi rendszerben való elhelyezésére is.

## Felhasznált irodalom

- Brealey, R. A. – Myers, S.C. 1999: *Modern vállalati pénzügyek*. Panem, Budapest
- Brennan, M. J. 1995: Corporate Finance Over the Past 25 Years. *Financial Management*, 24, 9–22. o.
- DeAngelo, H. – Masulis, R. W. 1980: Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, 3–29. o.
- Harris, M.– Raviv, A. 1991: The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, 6, 297–355. o.
- Miller, M. H. 1977: Debt and Taxes. *Journal of Finance*, 5, 261–276. o.
- Modigliani, F. – Miller, M. H. 1958: The Cost of Capital. Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 6, 261–297. o.
- Modigliani, F. – Miller, M. H. 1963: Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction. *American Economic Review*, 6, 433–443. o.
- Mikolasek A. – Sulyok-Pap M. 1996: *A vállalatfinanszírozás elméleti kérdései*. BKÁE Pénzügyi Intézet, Vállalati Pénzügy Tanszék, Budapest
- Myers, S. C.– Majluf, N. S. 1984: Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Informatin Investors Do Not Have. *Journal of Finance*, 6, 187–222. o.
- Ramb, F. 2000: Verschuldungsstrukturen im Vergleich – Eine Analyse europäischer Unternehmen. *Kredit und Kapital*, 1, 1–38. o.
- Rajan, R. R. – Zingales, L. 1995: What Do We Know about Capital Structure? The *Journal of Finance*, 5, 1421–1460. o.
- Sulyok-Pap M. 1995: A vállalati tőkeszerkezet kérdései. In: *Új utak a közgazdasági, üzleti és társadalomtudományi képzésben*. BKE Jubileumi konferencia, 309–321. o.