

A tőkeszerkezet meghatározó tényezői

Krénus 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 vállalati 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 kívánnak 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.

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 tőkeáttétel* használatát, amely a vállalat eladósodottságát méri. E mutató egyik fajtája a tőkeáttétel, 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.

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

3. A tőkeszerkezet 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 pénzüggel 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 (adópapjz, adómegettaka-

rítás) 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 makrotényezőknek 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 rendszerrel beszélhetünk. Az egyikben, az angolszász rendszerben, a tőkepiac dominálja a tőkefinanszírozást. Ez főleg annak köszönhető, hogy az angolszász területeken a szabad tőke „elszört” 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 luxuskiadásai és az állami hadikiadások 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 lehetőleg 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 adórendszer¹

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

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

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

¹ 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, csódtörvények

A pénzügyi nehézségek és a csódköltségek 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 csóddal való fenyegetettség költsége még nagyobb terhet jelenhet egy vállalat számára.

A csódtörvények 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 értelmében 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: Krénuszt, 2000, 55. o.

3.5. Mikrotenyezők

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 mikrotenyező koefficiense
Mi_i	az i-dik mikrotenyező
e_i	az i-dik vállalat hibtagja

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 mikrotenyezőkre – 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 mikrotenyezők 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.