

KUTI MÓNKA

A beruházási és a finanszírozási döntések interakciói

A tanulmány a beruházási és finanszírozási terület belső interakciójával kapcsolatos szakirodalom áttekintésére tesz kísérletet, rámutatva az elmúlt néhány évtized fontosabb kutatási irányaira. A piaci tökéletlenségek olyan súrlódási felületet jelentenek a tőkeallokációs és forrásszerzési folyamatok között, amelyek különféle beruházási torzulásokat eredményeznek. Az alul- és felülberuházás, valamint a kockázati eltolódás és kockázatkerülés a finanszírozási feltételek és a növekedési lehetőségek fényében alakul ki. Az eszköz- és forrásoldali flexibilitás szimultán és szekvencionális döntési kereteket magában foglaló menedzselése állandó kihívás a tőkeműködtetők és a forrástulajdonosok számára is, hiszen a beruházások nagyságának és időzítésének kialakítása adott projektkockázati szint mellett rugalmas finanszírozási készenlét fenntartását igényli a vállalatától és finanszírozási környezetétől, ami a készpénztartás és adósságkapacitás jelenbeli és jövőbeli használdozati költségeinek állandó mérlegelésével jár. A vállalat aggregált kockázatainak kezelése fedezeti ügyletekkel csökkenti az alulberuházási problémát, aminek köszönhetően adósságkapacitás is megjelenik a forrásoldalon. A beruházási és finanszírozási folyamatokat befolyásolják még az emberi pszichológiai erők is, amelyek a menedzseri optimizmus és a befektetői hangulat hullámzásával formálják a reálgazdasági beruházásokat.

1. AZ INTERAKCIÓK ELMÉLETI KERETEI

AZ 1960-ES ÉVEKTŐL AZ 1980-AS ÉVEKIG

A tökéletes piacok feltételrendszerében a *Modigliani–Miller*-tétel [1963] szerint a finanszírozás irreleváns, amikor a vállalat beruházási döntést hoz. Ilyenkor például nincsenek adók, tranzakciós és ügynöki költségek, valamint a belső és külső források költsége között sincs különbség. A piaci súrlódások jelenléte tekinthető gyújtópontnak a beruházási és finanszírozási folyamatok összefüggésrendszerének a létrehozásában. A sok szálon futó interakciókból *Myers* [1974] az adókat, a tranzakciós költségeket és egyéb piaci tökéletlenségeket emeli ki, ide sorolja még az osztalékpolitika relevanciáját, a beruházási és finanszírozási döntések interdependenciáját és decentralizáltságát, a projektélettartam hosszát és a tőkeköltséghatásokat is. *Myers* [1977] később bővíti a kört a csőd-kockázatos adósság (debt overhang) beruházási döntést torzító, alulberuházást okozó hatásával.

Racionális befektetők feltételezésével hatékony tőkepiacon *Myers* és *Majluf* [1984] az információs aszimmetria jelentőségére hívja fel a figyelmet az interakciók sorában. A szerzőpáros abból az esetből indul ki a „finanszírozási csapda” részletezésekor, hogy amikor a menedzserek a már meglévő, régi tulajdonosok érdekében cselekednek, elutasíthatnak

részvénykibocsátást még azon az áron is, hogy jó növekedési lehetőségekről mondanak le, feltéve, hogy a régi tulajdonosok számára a részvénykibocsátási költségek meghaladják a projekt nettó jelenértékét. Azon vállalatok, amelyeknek a működési pénzárama nem haladja meg a beruházási lehetőségeiket, és amelyek felhasználták minden alacsony kockázatú kötvénykibocsátási lehetőségüket, valamint készpénztartalékaikat, azaz finanszírozási többletüket, feladhatnak jó projekteket csupán azért, hogy ne kelljen kockázatos értékpapírokat kibocsátaniuk. A részvénytőke lényegében utolsó menedék a finanszírozási rangsorban a visszatartott profit és a kölcsöntőke után (hierarchiaelmélet).

Az 1980-as évek végén a tőkepiaci tökéletlenségek reálberuházásokra tett hatásának vizsgálatához *Fazzari* és szerzőtársai [1988] vezették be a beruházás cash flow-érékenysége használatának a standardját. Felvetették, hogy amikor vállalatok külső finanszírozási korlátozással néznek szembe, beruházási kiadásaik nemcsak a profitábilis lehetőségek, hanem a belső források rendelkezésre állásától is függnnek, sőt a beruházások érzékenysége a belső forrásokra a belső és külső forrásköltségek közötti különbségekkel monoton nő.

2. A TŐKEPIACI TÖKÉLETLENSÉGEK HATÁSA A BERUHÁZÁSI DÖNTÉSEKRE

A tőkepiaci finanszírozási tökéletlenségek közül érdemes külön foglalkozni a szerződéses költségeknek és az intertemporális súrlódásoknak a beruházásokat érintő összefüggéseivel. A külső finanszírozás szerződéses költségei és a felmerülő információs aszimmetria olyan helyzetet teremt, amely mentén a finanszírozási szükséglet oka határozza meg a finanszírozási források fajtáját (*Gatchev et al.* [2009]). A szerzők szerint a nettó forgótőke növekménye többségét saját tőkéből, a tárgyieszköz-beruházásokat túlnyomóan hosszú lejáratú hitelekből és saját tőkéből, az immateriális javakba (K+F-be és marketingkiadásokba) irányuló tőkebefektetéseket saját tőkéből, a veszteséget és az osztalékfizetést szintén saját tőkéből finanszírozzák a vállalatok. *A finanszírozási deficit típusa és a finanszírozási mód között tehát kapcsolat van.* A szerzők hangsúlyozzák, hogy a hierarchiaelmélet értelmében a finanszírozási deficitet a hosszú lejáratú hitelek növekményének kellene követnie, ezt azonban kutatási eredményeik nem igazolták.

A tőkepiaci tökéletlenségek közé tartozó *intertemporális pénzügyi súrlódások* magukba foglalják például a forrásköltség-emelkedést vagy a forrásokhoz való hozzáférés jövőbeli korlátozottságát, és ez a finanszírozási szűkösség torzulásokat eredményez a beruházási projektkarakterisztikákban. A jelenlegi magas tőkeáttétel növelheti a jövőbeli finanszírozási költségeket, s ez torzítja a jelenlegi és jövőbeli reálberuházásokat azáltal, hogy biztosabb, likvidebb, de valószínűleg kevésbé profitábilis projektek felé tolja el a döntéshozatalt. Jövőbeli finanszírozási korlát esetén a vállalatok jobban kedvelik a jelenlegi alacsony súrlódású adósságkapacitási lehetőségeket, mint például a hitelkereteket. A forrásszűkösség jövőbeli kilátása megemeli a jelenlegi készpénztartási igényt a vállalatoknál, ha nincs mód a hitelkeret fenntartására. Nemcsak a jövőbeli finanszírozási korlátok hatnak a jelenlegi beruházásokra, hanem fordítva is, a jelenlegi beruházások pénzáramai szintén befolyásolják a jövőbeli forrásszerzési lehetőségeket.

A finanszírozási korlát mértéke és a vállalati kiadási terv egymással összefügg. *Campello* és szerzőtársai [2009] megállapítják, hogy a finanszírozási szempontból korlátozott vállalatok

a technológiai kiadásait, munkaerőköltségeiket és tőkekiadásait mélyebbre vágják vissza, több készpénzt „égettek el”, fokozottabban vették igénybe hitelkereteiket, és több eszközt adtak el működésük finanszírozásához. A külső finanszírozás korlátozottsága miatt attraktív beruházási lehetőségeket is le kell mondania vagy el kell halasztania sok vállalatnak. Almeida és szerzőtársai [2009] szerint a versenypiaci árazású külső források hiánya eltérésekhez vezet a tradicionális tőkeköltésvetéstől:

- a projekteket a gyors megtérülés felé mozdítja el, mert a későbbi projektek forrás nélkül maradhatnak;
- biztonságosabb pénzáramokat hozó projektváltozatok felé tolja el a palettát, ami csökkenti a jövőbeli finanszírozási súrlódást;
- a materiális, érvényesíthető pénzáramok felé indul meg elmozdulás a biztosítékolt projektek preferálása révén;
- nő a likvid/illikvid beruházási arány.

A finanszírozási korlát a biztosítéki csatornán keresztül is hatást fejt ki a beruházásokra. A *materializált eszközök biztosítékként* való felhasználhatósága több hitel felvételét teszi lehetővé, amiért cserébe további jelzálogosítható eszközökbe történő beruházás előtt nyitja meg az utat. Az előre látható, jövőbeli biztosítéki korlát-probléma ilyen módon csökkenthető jelenlegi beruházással. Almeida és Campello [2004] ezt a „*hitelmultiplikátor*” a hitelfelvételi korlátokkal szembesülő vállalatok számára fontos, beruházásokra ható tényezőnek tekintik: a beruházás cash flow-érzékenysége nő a korlátozott vállalat eszközeinek materializáltsági fokával; nem korlátozott vállalatok beruházásainak cash flow-érzékenységét viszont nem befolyásolja az eszközök kézzel fogható jellege. Véleményük szerint az eszközök materializáltsága meghatározhatja, hogy egy vállalat milyen mértékben szembesül hitelkorláttal. A biztosítéki csatornán keresztül az ingatlanáraknak is jelentős hatása van a beruházásokra, ami annál erősebb, minél hitelkorlátozottabb a cég (Chaney et al. [2010]).

A finanszírozási korlátozottság kutatási irányain belül sok vita övezi a beruházások cash flow-érzékenységének a módszertanát. Kaplan és Zingales [1997] hangsúlyozza, hogy a finanszírozási szempontból korlátozottabb vállalatoknál magasabb a beruházás cash flow-érzékenysége, ami ellentmond Fazzari és szerzőtársai [1988] monotonicitáshipotézisének, következésképpen e standard nem használható mérőszáma a pénzügyi korlátozottságnak. Későbbiekben Fazzari és szerzőtársai [1996] rámutatnak: Kaplan és Zingales [1997] szerint a finanszírozási korlát hiányának működési definíciója az, hogy a vállalat *az idő egy bizonyos pillanatában több beruházásra képes*. A kritika megfogalmazóinak véleménye alapján Kaplan és Zingales figyelmen kívül hagyja az adósságkapacitás és az óvatossági készpénztartás ösztönzőrendszereit, amelyek a belső finanszírozás cash flow-áramainak visszaesését lennének képesek ellensúlyozni. Az adósság alacsony szintje, ami a finanszírozási korlátozottság hiányaként értelmezhető, egyszerűen súlyos erkölcsi kockázati vagy kontraszelektív problémákat jelezhet, amelyek kötelező erejű kovenánsokat eredményezhetnek. A pénzügyileg ellehetetlenült – kovenánsokat sértő és adósságot újratárgyaló – vállalatok nem azonosíthatók a finanszírozási korlátokkal szembesülőkkel, mivel a korlátozott cégek a cash flow-kat alacsonyabb mértékben használhatják beruházási célokra. Ugyanakkor a nem korlátozott vállalatok számára elérhető növekedési lehetőségek kimeríthetik az alacsony költségű belső forrásokat, ami miatt növekedhet a beruházások cash flow-érzékenysége, ha a külső

forrásokért kockázati felárat kell fizetni. További kritika (*Hovakimian–Titman* [2003]), hogy a korlátozott vállalatok számára a beruházások érzékenysége az eszközök önkéntes értékesítéséből származó pénzáramokra szignifikánsan erősebb, mint a kontrollcsoporthé.

3. AZ OPTIMÁLIS BERUHÁZÁSI POLITIKA TORZULÁSAI

Az interakciók kutatásának központi kérdése a beruházási szint, a kockázat és a növekedési lehetőségek összetett kapcsolatrendszerének feltárása; ezeknek a függvényében lényegében az a kérdés, hogy milyen mértékben térítik el a beruházási politikát az optimálistól. Az eltérések két nagy csoportja a beruházási volumen- és a kockázati szinthatás.

Ha a menedzserek negatív nettó jelenértékű vagy alacsony megtérülést ígérő projekteket is elfogadnak, *menedzseri túlberuházottság* alakul ki (*Jensen* [1986], *Sultz* [1990]). A kontroll és tulajdon érdekkonfliktus-zónájában a menedzseri birodalomépítési önérdék-érvényesítés megkérdőjelezi a részvényesi értékteremtés folyamait, ha a vállalat az optimálist meghaladó expanzióba vagy egyéb szakmai hírnevet erősítő projektekre kezd. Hasonló torzulást okoz, ha a menedzserek elsáncolják magukat személyes képességeik, humán tőkéjük hangsúlyozásával, vagy ha a menedzseri önvédelem kerekedik felül a vállalati életben.

Ezzel szemben *alulberuházottság* (*Myers* [1977]) jelentkezik, ha a csőd-kockázatos eladósodottság (debt overhang) miatt pozitív nettó jelenértékű projekteket is elutasít a részvényesi érték maximalizálása mögé felsorakoztatott menedzsment, mert a projekt pénzárama a hitelezők felé történő adósságszolgáltatásra megy el tulajdonosi értéknövelés helyett.

A *kockázati eltolódás* akkor figyelhető meg, ha kockázatos projektek vállalásával, eszköz-helyettesítéssel a hitelezők felől a tulajdonosok értéket csoportosítanak át a vállalati értékből a maguk számára (*Jensen–Meckling* [1976]). A hitelszerződés után jelentkező ex post kockázat értéket transzferál a tulajdonosoknak, ami ellen a hitelezők kovenánsokkal védekeznek. Ezzel szemben magas növekedési lehetőségekkel rendelkező vállalatok számára a *kockázatkerülés* előnyös: esetükben alulberuházottság figyelhető meg kockázatos projektekre (*Brito–John* [2002]).

1. táblázat

Az optimális beruházási politikától való eltérés

	<i>Az eltérés típusa</i>	
<i>Vállalati beruházási szint</i>	Menedzseri túlberuházottság (<i>Jensen</i> [1986]; <i>Stulz</i> [1990])	Alulberuházottság (<i>Myers</i> [1977])
<i>Vállalati kockázati profil</i>	Kockázati eltolódás (<i>Jensen–Meckling</i> [1976])	Kockázatkerülés (<i>Brito–John</i> [2002])

Forrás: Brito–John [2002]

4. A NÖVEKEDÉSI LEHETŐSÉGEK HATÁSA A BERUHÁZÁSOKRA

A növekedési lehetőségek mérőszámaiként a kutatásfejlesztést, a tárgyi eszközökbe irányuló beruházásokat (CAPEX), az eszközállomány növekedési ütemét, a piaci per könyv szerinti értékek hányadosát, illetve a felvásárlásokat és fúziókat tekintik a szakirodalomban. Az árbevétel növekedési üteme is feltűnik néhol növekedési mérőszámként.

Veszélyeket rejt a kontrollálatlan növekedés, a piaci nyomásnak eleget tevő „növekedés a növekedés kedvéért” virtus, különösen a kockázati csatorna, valamint az ügynöki költségek ex post és ex ante relatív számszerűsíthetősége ismeretében. Myers [1977] feltételezi, hogy a növekedési opcióknak alacsonyabb biztosítéki értékük van, ezért alulberuházottságot eredményezhetnek. Jensen [1986] amellett érvel, hogy a meglévő eszközöknek nagyobb a biztosítéki értéke, ezért szabadpénzáram-problémát okoznak. Ezek alapján Hovakimian és szerzőtársai [2001] arra a következtetésre jutnak, hogy a meglévő eszközök finanszírozásához viszonylag több hitelt kellene a vállalatoknak használniuk, míg a növekedési lehetőségeket viszonylag több tulajdonosi tőkével kellene finanszírozni. *Barclay* és szerzőtársai [2001] más szavakkal ezt úgy fogalmazzák meg, hogy ha az adósságkapacitás az a kölcsöntőkenagyság, amelyet a vállalat optimálisan hozzáad a forrásszerkezethez az inkrementális projekt érdekében, akkor a növekedési opciók adósságkapacitása kisebb, mint a meglévő eszközöké, sőt negatív, mert több növekedési opció növeli az adósság alulberuházottsági költségeit, miközben csökkenti az adósság előnyeit a szabad pénzáram feletti kontroll tekintetében.

A növekedés és a forrásszerkezet közötti még szofisztikáltabb kapcsolatokat más tanulmányok tárnak fel. Magasabb piaci per könyvszerinti érték (M/B) rátával – azaz a növekedési lehetőségek egyik mérőszámával – rendelkező vállalatok átlagosan nyereségesebbek, alacsonyabb hitelfelvételi költségekkel szembesülnek. Az adósságfinanszírozás nő, ha az M/B hányados átvált az alacsonyról a közepesre, azonban csökken, ha a közepesről magasra emelkedik a ráta, tehát a piaci per könyv szerinti érték hányadosa és a tőkeáttételi mutató közötti kapcsolat jellege nem monoton (*Chen–Zhao* [2006]).

A jogi és a pénzügyi rendszer eltérései is hatással vannak arra, hogy a vállalatok milyen mértékben használják a külső forrásaikat növekedésük finanszírozásához (*Demirguc-Kunt–Maksimovic* [1998]). Külső finanszírozási korlátok jelenléte esetén a vállalatok inkább belső finanszírozásra hagyatkoznak; ez a hatás a külső banki hitelehetőségekhez való hozzáféréssel csökken, a belsőről a külső finanszírozásra való áttérés különösen a kis, nem tőzsdei vállalatok számára fontos (*Rahaman* [2010]). A bankok a növekedést gátolhatják, ha túlságosan korlátozó hitelszerződéseket kényszerítenek a hitelfelvevőkre, vagy ha óvakodnak a túlságosan kockázatos vállalatok finanszírozásától. A banki finanszírozás és a bővlikötvény-kibocsátás közötti átváltást tanulmányozva, *Gilson és Warner* [1997] arra a következtetésre jutott, hogy a bővli kötvénnyel történő finanszírozás egyre inkább alternatív forrásszerzési mód azon magas növekedésű vállalatok számára, amelyek jelentős mértékben hagyatkoznak banki hitelekre. A szerzők kutatási eredményei alapján a szélsőségesen gyorsan növekedő vállalatoknál tipikus a működési profitvisszaesést követő bővlikötvény-kibocsátás, mivel ennek a forrásszerzési módnak a lazább szerződéses megszorításai – például kevésbé gyakori pénzügyiráta-kovenáns, hosszabb lejárat és eltekintés a biztosítéki követelménytől – lehetővé teszik a vállalatok finanszírozási flexibilitásának a fenntartását.

A növekedési lehetőségek és a beruházások közötti kapcsolat is feltárható. A jövőbeli növekedési lehetőségek megőrzése a tulajdonosi értékteremtés pillére. Ha a menedzsment csődkockázatos adósságállomány terhe mellett kockázatos projektekbe kezd, amelyeknek az esetleges kimenetele hitelezői nyomásra a vállalat eszközeinek elárverezése lesz, elvesz a növekedési lehetőség beváltásának jövőbeli opciója. Kockázatkerüléssel viszont esély van arra, hogy a vállalat képes a pénzügyileg kockázatos periódust túlélni, és érvényesíteni a növekedési opciót a jövőben. Éppen ezért magas növekedési lehetőségekkel rendelkező iparágakra jellemző az alulberuházottság kockázatos projektekbe, azaz a kockázatkerülés; ezzel szemben alacsony növekedési lehetőségekkel rendelkező, érett iparágaknál túlberuházottság figyelhető meg kockázatos projektekbe, azaz kockázati eltolódásról van szó (*La Rocca–La Rocca* [2007]).

2. táblázat

A növekedési lehetőségek hatása a beruházásokra

		Növekedési lehetőségek	
		Magas	Alacsony
Pénzügyi feltételek (Pénzügyi ellehetetlenülés kockázata)	+	Optimális beruházás	Menedzseri túlberuházottság
	–	Kockázatkerülés	Kockázati eltolódás, alulberuházottság

Forrás: Brito–John [2002]

5. A BERUHÁZÁSI ÉS FINANSZÍROZÁSI FLEXIBILITÁS KAPCSOLATA

A beruházási és finanszírozási döntések interakcióját biztosítja a két oldal rugalmasságának belső kölcsönhatása. A *beruházási flexibilitás* ott nem hanyagolható el, ahol volatilis környezetben a beruházások időzítésével, halasztásával, feladásával, termelés-csökkenéssel, projektszakaszolással vagy termék/technológia váltásával érték teremthető, ennek a számszerűsítését a reálopciók módszertan kíséri meg. A reálflexibilitás termelési rugalmasságot jelent, ami kiterjed a tényezőintenzitásra, a termékmix kialakítására és a keresletet követő termelési szint kiigazításra, de utal váltási opciókra is, vagyis alternatív ingatlanokba, ipari létesítményekbe való beruházás lehetőségére.

A beruházási flexibilitás mellett a vállalatnak a *finanszírozási rugalmasságot* is menedzselnie kell. A korábbi szakirodalom a finanszírozási flexibilitást még pénzügyi többletnek (financial slack) nevezi, ami a készpénz- és értékpapírtartás magas szintjét vagy a csődkockázatmentes adósság kibocsátásának a képességét (tartalék hitelfelvételi erőt) jelent, lehetővé teszi az összes pozitív nettó jelenértékű projektlehetőség elfogadását; a finanszírozási többlet előmozdítja a külső finanszírozás elkerülését, mindemellett a régi és új tulajdonosok közötti érdekkonfliktusoktól megszabadítja a beruházási döntéseket (Myers–

Majluf [1984]). A szerzők érvelése a következő: nem megfelelő finanszírozási többlet esetén a vállalatok feladhatnak értékes beruházási lehetőségeket, ez a veszteség elkerülhető, ha a régi tulajdonosok arra kényszeríthetők, hogy megvegyék és megtartsák az új kibocsátást; bőséges finanszírozási többlet esetén a régi tulajdonosok a meglévő eszközök, a növekedési lehetőségek és a készpénz között választhatnak. Ha a növekedési lehetőségeket választják, a készpénz tűnik el, és a meglévő eszközök maradnak a portfóliójukban. A vállalat aggregált kockázata kulcstényező olyan értelemben, hogy a menedzserek a jövőbeli likviditási szükségleteiket milyen mértékben oldják meg készpénztartással hitelkeret felhasználása helyett; az eszköz béta növekedésével a korlátozott vállalatok a készpénztartást választják a költséges banki finanszírozás helyett (Acharia et al. [2010]).

A vállalatok előnyre tehetnek szert, ha a tőkeszerkezetükben finanszírozási flexibilitást tartanak fenn (Donaldson [1969], Higgins [1992]). A finanszírozási rugalmasság révén a vállalat képes elkerülni a pénzügyi ellehetetlenülést a recesszióra vagy értékesítési visszaesésre visszavezethető profitsokk alatt, illetve képes a beruházások forrásellátását biztosítani alacsony tőkeköltsegi finanszírozáshoz való hozzáféréssel, a finanszírozás átstrukturálásának képességével, készpénztartással és többlet adósságkapacitással. A pénzügyi flexibilitás tehát olyan rugalmas forrasszerzési képesség, amely vállalati- és projektértéket teremt. A pénzügyi flexibilitás értéke akkor nő, ha a projektlehetőségek tágnak, ha egyre nagyobb a többletmegtérülés a projekteken, és fokozott a jövőbeli projektszükségletek bizonytalansága (Damodaran [1997]). Az adósságpolitika kialakításánál a pénzügyi menedzserek a pénzügyi flexibilitást értékelik a legmagasabbra, a finanszírozási rugalmasság megőrzése megelőzi a hitelminősítés, a cash flow-volatilitás, a kamatláb, a tranzakciós költség és a csőd költség szempontjait is (Graham–Harvey [2002]).

A vállalati hitelfelvétel adósságkovenánsok formájában korlátozza a beruházási, finanszírozási és osztalékfizetési flexibilitást; hitelkeret formájában viszont növeli a forrasszerzési rugalmasságot, mert a vállalat a banki díjak fizetésével szerez arra opciós jogot, hogy a jövőben a hitelkeret maximumáig adósságalapú külső forrást szerezzen. Növekedésben lévő vállalatok számára ez az opció különösen fontos, mert új zárt- vagy nyíltkörű finanszírozási előkészületek nélkül képes gyorsan forrást szerezni. A vállalatok azért tartanak fenn pénzügyi flexibilitást, hogy rövid távon lehetőségük nyíljon hitelfelvételre. A pénzügyi flexibilitás megőrzése a jelen periódusban előre jelezheti a jövőbeli átmeneti kötvénykibocsátást, amelynek ex ante használdozati költsége, hogy ex post korlátozott lehet a kötvénykibocsátás, miközben az adósságkapacitás részvénykibocsátással megőrizhető (Clark [2010]).

A reál- és finanszírozási flexibilitás belső kapcsolatrendszerére MacKay [2003] mutat rá, aki megfogalmazza, hogy a termelési flexibilitásnak a menedzseri diszkrecionalitás miatti követhetlensége fokozza a kockázati eltolódás veszélyét, ami csökkenti az adósságkapacitást. Ezzel szemben a beruházási flexibilitás a menedzseri opportunizmus miatt növeli az eszközhelyettesítés veszélyét, amit a hitelezők korlátozó szerződésekkel és szigorúbb kovenánsokkal próbálnak meggátolni, a reálflexibilitás ezen formája viszont magasabb adósságkapacitást tesz lehetővé. Véleménye szerint a reál- és pénzügyi flexibilitás egymás helyettesítői.

A DeAngelo–DeAngelo [2006] szerzőpáros szerint a pénzügyi flexibilitás a hiányzó láncszem a tőkeszerkezeti elméletek között: az átváltáselmélet például nem képes megmagyarázni, hogy a vállalatok miért nem töltik fel magukat adóssággal, ha a részvényárfolyamok

emelkednek; illetve miért nem tekinthető a részvényfinanszírozás utolsó menedéknek; a nyereséges vállalatok miért tartanak alacsony adósságot, lemondva a kamat adópajzsáról. A szerzők hangsúlyozzák, hogy a hierarchiaelmélet pedig „egylövetű” finanszírozási döntésre fókuszál; figyelmen kívül hagyja, hogy a profitvisszatartással a menedzserek önérdéküket szolgálják más időpontban; nincs tekintettel arra, hogy a vállalati adóráták hatnak az optimális készpénzszintre és adósságszintre.

6. AZ ADÓSSÁGKOVENÁNSOK TORZÍTÓ HATÁSAI

Az adósságkovenánsok mint tőkepiaci tökéletlenségek befolyásolják, hogy a vállalatok milyen beruházási és finanszírozási politikát folytatnak. A tulajdonosok és hitelezők közötti konfliktuszónában központi kérdés a korlátozó kovenánsok haszna és költségei közötti átváltás tudatosítása. A kovenánsokkal kapcsolatos hitelezői előnyök azok, amelyek mérséklik a hitelezők által nem engedélyezett kifizetéseket – mint például az eszközeladásokat, az osztalékfizetést vagy a részvények áron aluli visszavásárlását –, a követelэшígulást, az eszközhelyettesítési problémákat és a túl-, illetve alulberuházottságot.

Az alulberuházottsági problémát a kovenánsok az osztalékfizetés korlátozása révén elért, magasabb vállalati pénzárrammal vagy a maximális adósságállomány limitálásával tudják enyhíteni. Az eszközhelyettesítési probléma csillapítását idézi elő a termelési és beruházási politika korlátozása, amely vonatkozik a felvásárlásokra, eszközeladásokra, pénzügyi eszközök tartására és az eszközök eljelzalogosítására. A követelэшígulást csökkenti az „először én” (pari passu) szabály kikötése, de hasonló szerepe van a lízinget és egyes eseménykockázatokat érintő kovenánsoknak is. A pénzügyi ellehetetlenülés fokozódásával szigorodnak a kovenánsok karakterisztikái.

3. táblázat

A kovenánsok előnyei és hátrányai közötti átváltás szempontjai

Korlátozó kovenánsok haszna		
Korlátozás az osztalékfizetésre		Alulberuházottság ↓
Korlátozás a max. eladósodottságra		Alulberuházottság ↓ Követelэшígulás ↓
Korlátozás a beruházásokra, eszközeladásra		Eszközhelyettesítés ↓
Pari passu („Először én” szabály)		Követelэшígulás ↓
Korlátozó kovenánsok szigorja ↑		Pénzügyi ellehetetlenülés
Korlátozó kovenánsok költsége		
Finanszírozási flexibilitás ↓	↔ ↔	Jövőbeli növekedés Pénzügyi ellehetetlenülés

Forrás: Nash et al. [2001] alapján saját szerkesztés

A korlátozó kovenánsok költségei közé tartoznak viszont az olyan potenciális veszteségek, mint amikor a hitelezői restrikcíók miatt a tulajdonosok nem tudnak válaszolni a jövőbeli növekedési lehetőségre. Különösen költséges lehet az is, ha pénzügyi ellehetetlenülés közben a túlélési terv megvalósításához finanszírozási „párnára” lenne szüksége a vállalatnak, amit a tőkeáttétel korlátozása akadályoz. Éppen ezért a növekedési opciókkal rendelkező cégek, valamint a pénzügyi ellehetetlenüléssel küszködő vállalatok számára különösen értékes a finanszírozási flexibilitást lehetővé tevő kikötésrendszer.

A beruházási lehetőségek és a hitelek szerződéses kialakítása közötti kapcsolat is elvitatathatlan. Az adóssághkovenánsok csatornáján és a kontrolljogok mechanizmusán keresztül a finanszírozási súrlódások befolyásolják a beruházási döntéseket. A hitelfelvevő addig tartja meg kontrolljogait, amíg nettó vagyona nem esik – a hitelösszeztől függetlenül – a kovenánsküszöb alá. A banki hitelkamat növelésével, a hitellejártat csökkentésével, a rendelkezésre bocsátott források megkurtításával vagy direkt beavatkozással a hitelezői fenyegetés hat a vállalati beruházási döntésekre. A finanszírozási kovenánsok megszegése után a tőkeberuházások meredeken zuhannak, ha a hitelezők a hitel visszafizetésének gyorsításával avatkoznak bele a menedzsmentbe; a kontrolljogok állapotfüggő allokációja ugyanakkor csökkentheti a beruházási torzulásokat *Chava és Roberts* szerint [2007]. Kutatásaik azt igazolták, hogy azon hitelezőknél, akiknél súlyosak az ügynöki és információs problémák, gazdaságilag és statisztikailag szignifikánsan nagyobb a beruházásvisszaesés, mint azoknál, ahol enyhébbek a súrlódások.

7. A FEDEZETI ÜGYLETEK (HEDGE) SZEREPE

A fedezeti ügyletek is részt vesznek a beruházási és finanszírozási politika koordinálásában. A piaci tökéletlenségek, mint például az adók, az ügynöki problémák, az információs aszimmetria vagy a pénzügyi ellehetetlenüléssel kapcsolatos holtteher-költségek, a csőd-költségek olyan ösztönzőket jelentenek, amelyek a vállalatokat a fedezeti ügyletek alkalmazására sarkallják.

A fedezeti ügyletek lehetnek működési és pénzügyi jellegűek. A működési fedezeti ügyletek közé tartoznak például a keresleti sokkra reagáló termelési kapacitásbeli kiigazítások, az árfolyamkockázatokat kezelő külföldi beruházások, az outsourcing, de még a stratégiai szövetségek is. *Chowdhry és Howe* [1999] hangsúlyozza, hogy multinacionális vállalatok akkor fognak működési fedezeti ügyletekbe, ha egyszerre van jelen az árfolyammal kapcsolatos és a keresleti bizonytalanság.

Ha a vállalatok nem alkalmaznak fedezeti ügyleteket, akkor a meglévő eszközök által generált pénzáram variabilitása csillapíthatatlan lesz: a belső cash flow-k variabilitása egyrészt a beruházási összeg variabilitásában, másrészt a külső forrásnagyságban okozhat változékonyságot. A cash flow-k változékonysága a vállalat számára mind a beruházási, mind a finanszírozási terveket költségesebbé teszi. Amilyen mértékben csökkentik a belső és külső források volatilitását a fedezeti ügyletek, olyan mértékben növelik a vállalati- és projektértéket. Ha a külső finanszírozási források költségesebbek, mint a belsők, a fedezeti ügyletek tipikus előnye, hogy általuk értékadditívitás valósul meg addig a pontig, amíg a vállalatnak vannak belső forrásai a vonzó beruházási lehetőségek előnyeinek learatására. A belső és külső forrásköltségek különbözősége okán a kockázatkezelés szempontjából

elmondható, hogy az optimális fedezeti ügyletek a rendelkezésre álló beruházási lehetőségek skálája és a külső forrásszerzési képesség közötti érintkezési felület (interface) talapzatán állnak.

Ha a jövőbeli szabad pénzáramok kockázatosak, akkor a jövőbeli belső finanszírozási képesség is nagyfokú változékonyságnak van kitéve, amire a vállalat kétféleképpen válaszolhat. Egyrészt visszavághatja jelenbeli és jövőbeli beruházásait, másrészt ügynöki költségekkel terhelt, külső forrásszerzéshez folyamodhat. Utóbbi esetben élhet a hitelfelvétellel, ami azonban – nem zérus csőd kockázat esetén – az optimális tőkeszerkezetet meghaladva csökkenti a vállalati értéket; mindemellett a hitelszerződések kovenánsai ex post értékcsökkentők lehetnek, ha a menedzsereket elrettenthetik attól, hogy egészséges projekteket valósítsanak meg. A külső finanszírozás történhet új részvénykibocsátással, ahol viszont menedzseri érdekeltség, hogy a kibocsátás a részvény túlértékelttsége mellett történjen; ez azonban csökkenti a vállalati- és projektértéket. A vállalati működési és finanszírozási pénzáramok nagymértékű változékonysága csökkentheti a beruházási hajlandóságot. *A fedezeti ügyletekkel viszont növelhető a belső források, így javulhat a növekedési lehetőségek külső forrás nélküli finanszírozhatósága.*

Lessard [1990] megfogalmazza: a fedezeti ügyletek melletti argumentum arra vezethető vissza, hogy a vállalat mennyire képes eleget tenni a cash flow jellegű elköteleződések kritikus halmazának: például K+F-ben vagy reklámkiadásokban megtestesülő növekedési lehetőségek működési opciói érvényesítésének vagy az osztalékfizetésnek. A fedezeti ügyletek növekedési opciós argumentuma azon alapul, hogy a beruházási lehetőségek finanszírozásának kiesései költségesebbé tehetik a külső forrásbevonást. Ha egy vállalat növekedési lehetőségeinek jelenértéke nő, akkor értékesebbé válnak a fedezeti technikák. Azon szabályozott iparágakban, ahol eleve alacsonyabbak a növekedési lehetőségek, a fedezeti ügyletek kiaknázási potenciálja is szűkösebb. A növekedés és a fedezeti ügyletek közötti kapcsolatot feltáró, empirikus tesztek azonban sok helyen ellentmondások (*Aretz–Bartram [2009]*).

Ha a vállalat olyan kockázatkezelési technikát alkalmaz, amelyik nem áldozza fel a kamat adóvédelmét, akkor a vállalati pénzáramok szórásának csökkentésével elérhető olyan vállalati értékszint, amelynél kevésbé valószínű, hogy a pozitív nettó jelenértékű projekteket elvetik. Fedezeti ügyletekkel mind az alul-, mind a felülberuházottság problémája enyhíthető. A fedezeti ügyletek oly mértékben stabilizálhatják a vállalati értéket, hogy a tulajdonosoknak nem éri meg a kockázati eltolódás, így az eszközhelyettesítés eshetősége is csökken.

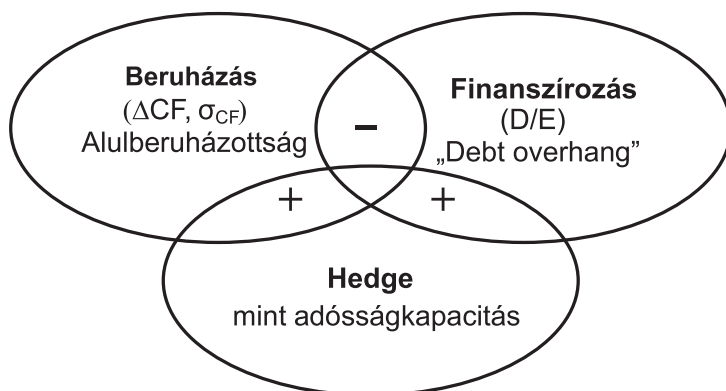
A fedezeti ügyletekkel kapcsolatban megfogalmazódott *adósságkapacitás argumentuma* interakciós terep a beruházási és finanszírozási döntéseknél. A fedezeti ügyletek (hedge) többlet adósságkapacitást építenek a vállalatok számára, amelynek a segítségével a jövőbeli beruházási szükségletekre nagyobb rugalmassággal képesek reagálni a cégek; ez a forrásszerzési flexibilitás a reálopciók érték realizálásának finanszírozási oldali követelménye. A beruházás–finanszírozás–hedge triász elméleti összefüggéseit *Lin és szerzőtársai [2008]* az alábbiak szerint összegzik:

1. A beruházások és az adósság szint között negatív a kapcsolat, ami a Myers-féle [1977] alulberuházottsági problémával írható le csőd kockázatos adósság esetén.
2. A beruházás és a fedezeti ügyletek közötti kapcsolat pozitív, mert a „hedging” technikák növelik a belső generálását, olcsóbb források stabilitását, így csökkentik az

- alulberuházottságot, hozzájárulhatnak ahhoz, hogy a jövőbeli csőd állapotát egy nem csőd állapotba csúsztassák, ahol a tulajdonosok inkább érdekeltek a projekt növekményi haszna nagyobb részének a kiaknázásában.
3. A finanszírozás és a fedezeti ügyletek közötti kapcsolat pozitív, mert a hedge révén stabilabb lehet a vállalati szabad pénzáram, így a pénzügyi ellehetetlenülés valószínűsége csökken, és adósságkapacitás jelenik meg. A tőkeáttétel fokozódása növeli a fedezeti technikák alkalmazásának hajlandóságát, ami fordítva is igaz, a hedge magasabb tőkeáttételt tesz lehetővé.
 4. A hármas együttes kapcsolata szimultán döntéseknél ellentmondásos.

1. ábra

A beruházás, a finanszírozás és a fedezeti ügyletek kapcsolata



Forrás: Lin et al. [2008] cikke alapján saját szerkesztés

A készpénztartás és az adósság egymás közötti helyettesíthetőségének argumentumát Almeida és szerzőtársai [2006] fogalmazzák meg. Véleményük szerint, amíg a finanszírozási szempontból korlátozott vállalatok számára a készpénztartás fedezeti ügyletként funkcionál a jövőbeli beruházások felett profitvisszaesések esetére, addig a jelenlegi adósság csökkentése, azaz az adósságkapacitás megőrzése sokkal hatékonyabb módja annak, hogy a jövőbeli beruházásokat felfuttassa magas cash flow-val jellemezhető állapotok esetén. Az átváltási kapcsolat tehát azt jelenti szerintük, hogy a korlátozott vállalatok a készpénzt preferálják az adósságkapacitáshoz képest, ha nagy szükségük van fedezeti ügyletekre; míg az adósságkapacitást részesítik előnyben, ha a fedezeti ügyletekre kevésbé szorulnak rá, következésképpen a készpénz nem tekinthető „negatív” adósságnak finanszírozási súrlódások megléte mellett.

Froth és szerzőtársai [1992] megfogalmazzák, hogy mivel a vállalat idioszinkratikus (egyéni sajátossággal bíró) kockázata reálköltségeket ró a vállalatra, ami miatt a CAPM vagy más eszközárzadási modell alapú diszkontálási eljárás nem univerzálisan érvényes tőke-

költségvetési módszer; ezért a tradicionális projektértékelési elvektől való eltérés nagyságát az optimális fedezeti ügylet stratégia tényezői határozzák meg, olyanok, mint a menedzserek nem diverzifikált vagyoni portfóliója a vállalatban, az adók vagy a csődkiadások.

8. A BERUHÁZÁS ÉS A FINANSZÍROZÁS

INTERFERENCIÁJA A PSZICHOLÓGIAI ERŐKKEL

A tradicionális vállalatfinanszírozási paradigma a racionális befektető ideára, a tőkepiaci árazás modelljére (CAPM, benne a béta és a kockázati prémium szerepére), valamint a hatékony piacok hipotézisére alapozódik. A pszichológiai erőkkel való érintkezés rávilágít a magatartási aspektusokra visszavezethető értéknyereségekre és -veszteségekre. A magatartási akadályok befolyásolják a piaci és a fundamentális érték közötti eltérés mértékét. A viselkedési tévedések lehetnek a vállalat szempontjából belső eredetűek, amikor a menedzserek torzított képzet alakítanak ki saját önérdeükről és akcióükről, ami az önérdeüket szolgálná; valamint lehetnek külső eredetűek, amelyek az elemzők és a befektetők viselkedésére vezethetők vissza.

A magatartási pénzügyek (behavioral finance) vállalatfinanszírozási áramlata arra keresi a választ, hogy a menedzserei és befektetői kognitív tényezők hogyan befolyásolják a projektértékelési folyamatot és a forrászerzést. A túláradó optimizmus egy olyan szubjektív hit, amely azon a torzításon alapul, hogy a jövőbeli kedvező események valószínűsége nagyobb, mint valójában. A túlzottan optimista menedzser a bevételeket és a növekedési lehetőségeket túlbecsli, a kiadásokat alulbecsli és a nettó jelenértéket inflálja. A túlzott önbizalom a jövőbeli események feletti szubjektív valószínűség szűkebb konfidenciaintervallumát eredményezi, emiatt a meglévő eszközök kockázatoságát becsli alul a menedzser. *Hackbarth* [2009] szerint a magatartási aspektusok szempontjából két egymást kiegyensúlyozó hatás jelentkezik a beruházási és finanszírozási döntésekben:

1. *Beruházási időzítési hatás*: az elfogult menedzserek hamarabb ruháznak be, mint a racionálisak, ami enyhít az alulberuházottságon.
2. *A tőkeáttételi hatás*: az elfogult menedzserek több hitelt vesznek fel, ami viszont súlyosbítja az alulberuházottsági problémát.

Ebben a kontextusban az *adósság felfogható menedzserei képességjelzőként* is, hisz a jobb képességekkel rendelkező menedzser a saját lehetőségeit túlbecsülve értékeli alul a csődkiadásokat. Lényegében a nagyobb menedzserei erőfeszítés és a magasabb csődkiadások közötti átváltásról van itt szó.

A vállalat szempontjából külső magatartási interferenciák közül érdemes megemlíteni a befektetői léghör hatását. *Shleifer* és *Summers* [1990] a befektetői hangulatot (sentiment) értékpapír-keresleti változásként értelmezi, ami egyben egyfajta reakció az információval nem igazolható várakozásban vagy „szentimentben” bekövetkező változásra. *Baker* és *Wurgler* [2007] a befektetői szentimentet kézenfekvő adatokkal alá nem támasztható, jövőbeli pénzáramokkal és befektetési kockázatokkal kapcsolatos hitként fogalmazza meg. *McLean* és *Zhao* [2010] kimutatta, hogy a szentiment mind a beruházásokat, mind a külső finanszírozást érzékenyebbé teszi a növekedési lehetőségekre, és kevésbé érzékeny a

cash flow-ra; mindemellett alacsony szentimenttel rendelkező években a beruházásokat és a külső finanszírozást követő profitabilitás emelkedik, illetve fordítva. A pszichológiai erők reálberuházásokat alakító hatásainak vizsgálata túlmutat a jelen tanulmány keretein.

9. KÖVETKEZTETÉSEK

A tanulmány a beruházási és finanszírozási döntések interakcióinak taglalásával arra kereste a választ, hogy milyen formában zajlik a két terület közötti kölcsönhatás. A tőkepiaci tökéletlenségek torzítják a beruházások projektkarakterisztikáit, a torzult beruházások pedig visszahathatnak a belső forrásképzés és külső finanszírozáshoz való hozzáférés képességére. A finanszírozási korlát hiánya és a jövőbeli növekedési lehetőségek megléte egyaránt szükséges ahhoz, hogy a beruházások az optimum irányába mozduljanak el. A jövőbeli növekedési lehetőségek változékonyságát követni képes kapacitásigazítás és projektidőzítés beruházási rugalmassága jelenti azt a mozgásteret az eszközoldalon, amit illeszteni kell a belső források, az adósságkapacitás és a tulajdonosi tőkeemelés eshetősége nyújtotta finanszírozási flexibilitáshoz a forrásoldalon. Akár a beruházási, akár a finanszírozási flexibilitás elvesztése komoly haszonáldozati költségekkel jár. A beruházási és finanszírozási optimumtól való eltávolodás felértékeli a fedezeti ügyleteket, amelyek révén csökkenthető a projektpénzáramok volatilitása az egyik oldalon, és adósságkapacitás építhető a másikon. A beruházási és finanszírozási döntésekből sem hagyhatjuk azonban ki a menedzserek kognitív elhajlásait, amelyek egyaránt hathatnak egyrészt a projekt cash flow-k szintjének és kockázatoságának a becslésére, másrészt az adósságviselési képesség szubjektív megítélésére. Összességében: a beruházási és finanszírozási lépések sorozata az intertemporalitás (a jövőbeli növekedési lehetőségek és a jövőbeli forrásokhoz való hozzáférés jelenbeli döntéseket befolyásoló szempontjai), a várható projekt cash flow-szint, a kockázat, a tőkepiaci sűrűlódások és a kezelésükhöz szükséges erőfeszítések komplexitása.

IRODALOMJEGYZÉK

- ACHARYA, V. V.–ALMEIDA, H.–CAMPELLO, M. [2010]: Aggregate Risk and the Choice between Cash and Lines of Credit. NBER Working Paper, No. 16122
- ALMEIDA, H.–ACHARYA, V. V.–CAMPELLO, M. [2006]: Is Cash Negative Debt? A Hedging Perspective on Corporate Financial Policies. London Business School IFA Working Paper Series, 2006. május 16. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=650997>
- ALMEIDA, H.–CAMPELLO, M. [2004]: Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment, AFA 2005 Philadelphia Meetings, 2004 július 21. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=583263>
- ALMEIDA, H.–CAMPELLO, M.–WEISBACH, M. S. [2008]: Corporate Financial and Investment Policies when Future Financing is Not Frictionless. Charles A. Dice Center Working Paper No. 2008-16 and Fisher College of Business Working Paper No. 2008-03-015. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=944914>
- ARETZ, K.–BARTRAM, S. M. [2009]: Corporate Hedging and Shareholder Value. *Journal of Financial Research*, 2009. március 5. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1354149>
- BAKER, M.–JEFFREY W. [2007]: Investor Sentiment in the Stock Market. *Journal of Economic Perspectives* Vol. 21, Spring, 129–157. o.
- BARCLAY, M. J.–MORELLEC, E.–SMITH, C. W. [2001]: On the Debt Capacity of Growth Options [June 2001]. Simon School of Business Working Paper No. FR 01-07. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=271949> or doi:10.2139/ssrn.271949

- BRITO J. A.–JOHN K. [2002]: Leverage and growth opportunities: risk avoidance induced by risky debt (working paper). University of New York, Salomon Centre(Stern School of Business)
- CAMPELLO, M.–GRAHAM, J.–HARVEY, C. R. [2009]: Real Effects of Financial Constraint: Evidence from a Financial Crisis. NBER Working Papers, No. 15552
- CHANEY, T.–SRAER, D.–THESMAR, D. [2010]: The Collateral Channel: How Real Estate Shocks Affect Corporate Investment. NBER Working Paper No. 16060
- CHAVA, S.–ROBERTS, M. R. [2007]: How Does Financing Impact Investment? The Role of Debt Covenants. AFA 2007 Chicago Meetings Paper, 2007. augusztus 2. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=854324>
- CHOWDHRY, B.–HOW, J. T. B. [1999]: Corporate Risk Management for Multinational Corporations: Financial and Operational Hedging Policies. *European Finance Review* 2: 229–246. o.
- CLARK, B. J. [2010]: The Impact of Financial Flexibility on Capital Structure Decisions: Some Empirical Evidence (2010. március 1.) Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1499497>
- DAMODARAN, A [1997]: Corporate finance. Wiley & Sons, New York
- DEANGELO, H.–DEANGELO, L. [2007]: Capital Structure, Payout Policy, and Financial Flexibility. *Marshall School of Business Working Paper* No. FBE 02-06, 2007. október 10. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=916093>
- DEMIRGUC-KUNT, A.–MAKSIMOVIC, V. [1998]: Law, Finance and Firm Growth. 1998. július. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=139825> or doi:10.2139/ssrn.139825
- DONALDSON, G. [1969]: Strategy for Financial Emergencies. *Harvard Business Review*, november–december, 67–79. o.
- FAZZARI, S. M.–HUBBARD, R. G.–PETERSEN, B. C [1996]: Financing Constraints and Corporate Investment. NBER Working Papers, No. 5462
- FAZZARI S., M.–HUBBARD, R. G.–PETERSEN, B. C. [1988]: Financing Constraints and Corporate Investment, *Brooking Papers on Economic Activity* 1, 141–195. o.
- FROTH, K. A.–SCHARFSTEIN, D. S.–STEIN, J. C. [1992]: Risk Management: Coordinating Corporate Invesmten and Fiancing Policy. NBER Working Papers, No. 4084
- GATCHEV, V. A.–SPINDT, P. A.–TARHAN, V. [2009]: How do firms finance their investments? The relative importance of equity issuance and debt contracting costs. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 15, Issue 2, 2009. április, 179–195. o.
- GILSON, S. C.–WARNER, J. B. [1997]: Junk Bonds, Bank Debt, and Financing Corporate Growth (1997 október). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=47269> or doi:10.2139/ssrn.47269
- GRAHAM, J. R.–HARVEY, C. R. [2009]: How Do CFOs Make Capital Budgeting and Capital Structure Decisions? 2002. március 8. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=795374>
- HACKBARTH, D. [2009]: Determinants of Corporate Borrowing: A Behavioral Perspective 14th Annual Utah Winter Finance Conference, 2009. január 31. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=575922>
- HIGGINS, R. [1992]: Analysis for Financial Management. Richard D. Irwin, New York
- HOVAKIMIAN, A.–OPLER, T.–TITMAN, S. [2001]: The Debt-Equity Choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36, 1–24. o.
- HOVAKIMIAN, G.–TITMAN, S. [2003]: Corporate Investment with Financial Constraints: Sensitivity of Investment to Funds from Voluntary Asset Sales. NBER Working Paper No. 9432
- JENSEN M. [1986]: Agency costs of free cash flow, corporate finance, and take-overs. *American Economic Review*, 76, 323–329. o.
- JENSEN M.–MECKLING W. [1976]: Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305–360. o.
- KAPLAN, S.–L. ZINGALES [1997]: Do Financing Constraints Explain why Investment is Correlated with Cash Flow? *Quarterly Journal of Economics* 112, 169–215. o.
- LA ROCCA, M.–LA ROCCA, T. [2007]: Capital Structure and Corporate Strategy: An Overview (2007. október 19). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1023461>
- LESSARD, D. [1990]: Global Competition and Corporate Finance in the 1990s. *Continental Bank Journal of Applied Corporate Finance* 1, 59–72. o.
- LIN, C.–PHILLIPS, R. D.–SMITH, S. D. [2008]: Hedging, financing, and investment decisions: Theory and empirical tests. *Journal of Banking & Finance* 32, No. 8, 1566–1582. o.
- MCLEAN, R. D.–ZHAO, M. [2010]: Investor Sentiment and Real Investment (2010. május). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1475663>

- MODIGLIANI, F.–MILLER, M. [1963]: Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review* 53, 3, 433–443. o.
- MYERS S. C. [1977], Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5, 146–175. o.
- MYERS, S. C. [1974]: Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions – Implications for Capital Budgeting, *Journal of Finance*, 24, No. 1, 1–25. o.
- MYERS, S. C.–MAJLUF, N. S. [1984]: Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13, 2, 187–221. o.
- NASH, R. C.–NETTER, J. M.–POULSEN, A. B. [2003]: Determinants of contractual relations between shareholders and bondholders: investment opportunities and restrictive covenants. *Journal of Corporate Finance* 9, 201–232. o.
- RAHAMAN, M. M. [2010]: Access to Financing and Firm Growth. *Journal of Banking and Finance*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1624006>
- SHLEIFER, A.–SUMMERS, L. [1990]: The noise trader approach to finance. *Journal of Economic Perspectives*, 4 [2], 19–33. o.
- STULZ R. [1990]: Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics* 26, 3–27. o.