

A pénzügyi válság hatása a magyar vállalatok tőkeszerkezetére

© SZEMÁN Judit

Miskolci Egyetem, Gazdaságtudományi Kar, Miskolc

pzszezan@uni-miskolc.hu

A 2008 őszen felgyorsuló nemzetközi pénzügyi válság véget vetett a kelet-közép-európai régió külföldi forrásból finanszírozott, dinamikus hitelbővüléssel járó, gazdasági fellendülésének. A recesszióval egyidejűleg szinte valamennyi országban csökkenni kezdett a vállalati bankhitelek állománya is. Magyarországon az egyik legnagyobb mértékű visszaesés tapasztaló a vállalati hitelezésben a régió országai között. Ez elsősorban az országnak a külső forrásokra való ráutaltságából, sérülékenységéből fakad.

A bankok szigorú hitel kihelyezési politikájához hozzájárultak a következő tényezők is: likviditás hiánya, megemelkedett forrásszerzési költségek, tőkemegfelelés, tőkejövedelmezőségi elvárások.

A vállalati szektornak szembesülnie kellett a megnövekedett forrásszerzési költségekkel, a hitelezés szűkülésével. A bankok kisebb mértékű szerepvállalása volt tapasztalható mind a hitelnyújtás összege, mind a hitelezési futamidő tekintetében.

A dolgozat arra keresi a választ, hogyan változott meg a vállalati szektor tőkeszerkezete a válság folyamata alatt, milyen változás tapasztalható az összes kötelezettség/összes forrás, hosszú lejáratú kötelezettség/összes forrás, valamint a rövid lejáratú kötelezettség/összes forrás arányában. A csökkenő bankhiteleket pótolták-e más forrásokkal a vállalatok? A klasszikus nézetek szerint a válságra érzékeny ágazatoknak magas saját tőke aránnyal kell rendelkezniük, hogy válság esetén, a gyenge cash-flow termelő képesség ne okozzon nehézségeket az adósságszolgálat teljesítésében. A válság az egyes iparágakat különböző mértékben sújtotta. Ez a különbség vajon megmutatkozik-e a tőkeszerkezetben is?

Mennyire tartották szem előtt azt az alapelvet, hogy a válság idején csökkentik az adósságszolgálati kötelezettséggel járó idegen források nagyságát? A jelenlegi monetáris politika abba az irányba tesz lépéseket, hogy a kamatkondíciók javításával a vállalati szektor számára javítsa a hitelezési kondíciókat, a növekedés feltételeit. Ehhez azonban a bankok hitelezési hajlandóságának is növekedni kell.

Elméleti összefoglaló: vállalatfinanszírozás és tőkeszerkezet

A vállalat működésének célja, hogy pozitív nettó jelenértékű beruházásokat valósítson meg, amivel hozzájárul a vállalat tulajdonosi értékének növeléséhez.

A *vállalatfinanszírozás* feladata, hogy biztosítsa a vállalat működéséhez szükséges forrásokat. A finanszírozási döntések esetében azonban nem alkalmazható az NPV szabály, hiszen hatékony tőkepiacok esetében nem létezik pozitív nettó jelenértékű döntés. A finanszírozási döntések esetében nem áll rendelkezésre egy képlet, algoritmus, amellyel eldönthető lenne, hogy melyik finanszírozási lehetőség választása a leghelyesebb. A finanszírozási döntések meghozatala előtt sok tényező együttes számbavételével kell eldönteni a vállalatnak a helyes megoldást. A gazdaság reálszférájának fejlődése maga után vonja a finanszírozás egyre kifinomultabb és egyre rugalmasabb módozatait. A beruházások

finanszírozása a legritkább esetben történik csak saját forrásból, jellemző a külső forrás igénybevétele.

A pénzügyi innovációk tárháza még inkább növeli a figyelembe veendő szempontokat, hiszen a fejlett pénzügyi piacokkal rendelkező országokban igen széles palettája közül választhat a vállalat. A vállalati működés során képződő belső források (mérleg szerinti eredmény, amortizáció) mellett a külső források igénybevétele is számos lehetősége adódik (pl. részvénykibocsátás, amely a vállalat végleges forrása, vagy ideiglenes források igénybevétele, mint pl. bankhitel igénybevétele, kötvénykibocsátása, lízing, faktoring, kereskedelmi hitel stb.)

A *vállalati tőkeszerkezet* az idegen források és a saját források arányát jelenti, amit a vállalat alakít ki, változtat meg. Forrásszerzési céllal a vállalat kibocsáthat új részvényeket, amellyel növeli saját tőkéjét, vagy hitelt vehet fel/kötvényt bocsáthat ki, amivel növeli a tartós idegen forrásokat.

A vállalat működésének elsődleges célja mindig az optimális beruházási döntések meghozatala. A finanszírozási döntések másodlagos jelentőségűek. Ezen döntéseivel a cég azt is meghatározza, hogy a vállalat eszközeivel megtermelt jövedelem a tulajdonosok és a hitelezők között milyen arányban oszlik meg.

“Egyszerűen megfogalmazva a tőkeszerkezet nem más, mint a pénzeszközök azon kombinációja, amelyekkel a vállalat a reáleszközökbe történő beruházását finanszírozza” (Myers, 2001).

A *finanszírozási vagy pénzügyi tőkeáttétel* arra a kérdésre ad választ, hogy a vállalat finanszírozásában milyen arányt képvisel az idegen tőke. Ebből következően, ha egy cég teljes egészében saját tőkével finanszírozza beruházásait, akkor tőkeáttétele zérus. Minél jobban eladósodik egy vállalat, annál magasabb lesz a finanszírozási tőkeáttétele.

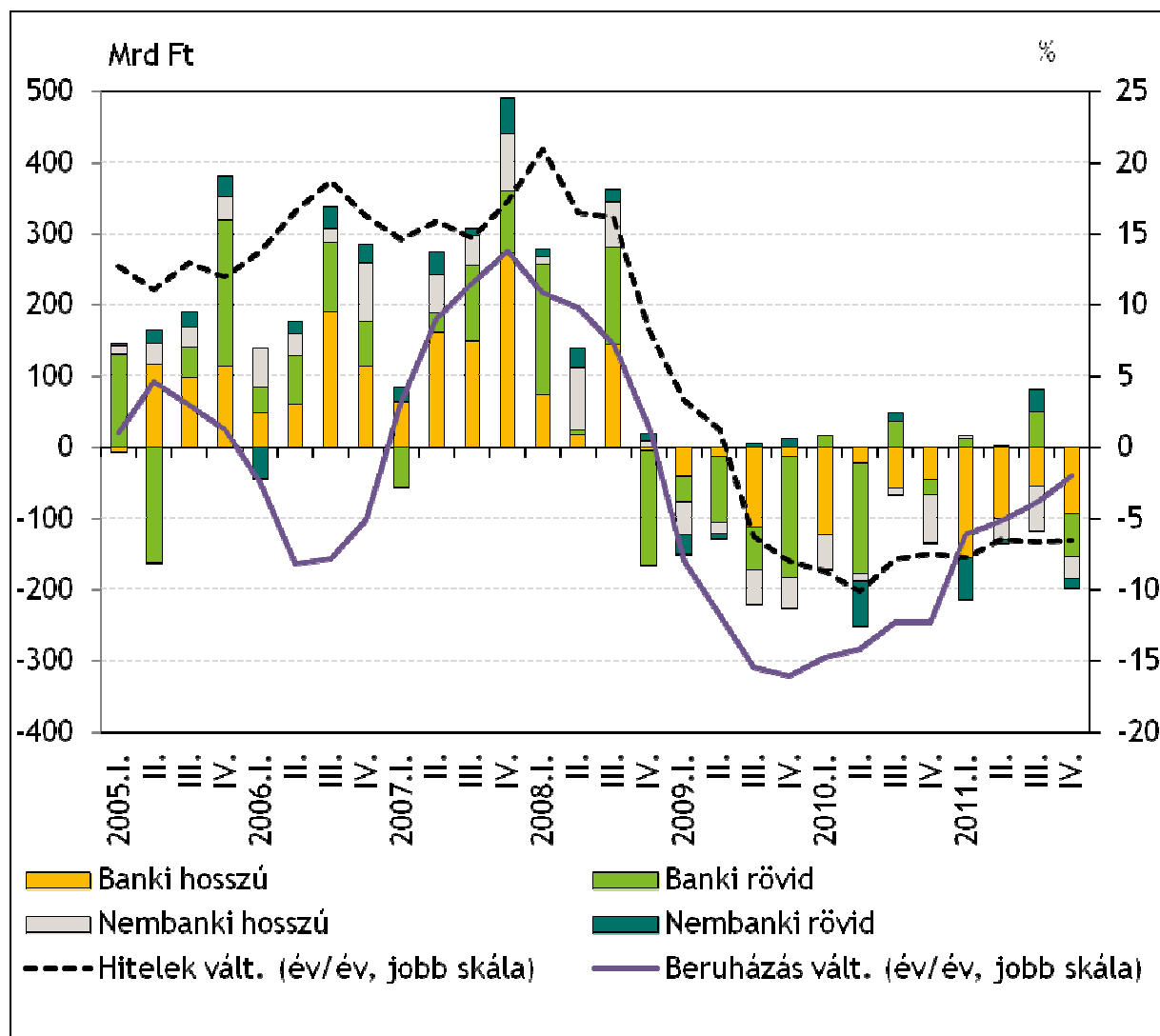
A vállalati bankhitelezés változása a válságban

A fejlett országokban kialakuló recesszió gyorsan átgyűrűzött a többnyire kis, nyitott közép-kelet-európai gazdaságokba, így Magyarországra is. A GDP csökkenése a vállalati hitelezés visszaszorulásával párosult. A vállalati hitelállomány csökkenése közép- és kelet-európai összehasonlításban is jelentősnek és hosszan elhúzódónak tekinthető Magyarországon. A hitelállomány mérséklődése a gazdasági visszaesés természetes következménye, magyarázható mind keresleti, mind pedig kínálati tényezőkkel. A visszaeső kereslet miatt csökken a vállalatok termelése. A vállalatok ilyenkor csökkenteni próbálják készleteik mennyiségét, s így mérséklődik rövid lejáratú hitelszükségletük. Főlegessé váló kapacitásaik és a bizonytalan gazdasági kilátások miatt tervezett beruházásaik elhalasztására kényszerülnek, ami csökkenti a hosszú lejáratú hitelek iránti igényüket is. A hitelkínálat mérséklődése is indokolható, hiszen a jelenlegi válság kiindulópontja éppen a nem megfelelően működő pénzügyi közvetítőrendszer volt. A bankok a rossz minőségű hitelportfóliók és a gyenge tőke-, illetve likviditási helyzetük következtében szűkítik a hitelkínálatot (Fábián et al., 2010).

A hitelszűke jelenlegi mértéke káros, hiszen emiatt vannak olyan, a kapacitások növelését vagy pótlását szolgáló új beruházások, amelyeket a vállalatok elhalasztanak. A kockázatvállalási hajlandóság további csökkenése és a külföldi források erős kiáramlása miatt a vállalatok szigorodó hitelezési feltételekkel kénytelenek szembesülni.

A kínálati korlátokban egyre hangsúlyosabb a hitelezési képesség romlása. A vállalati szegmens hitelvisszaesésében korábban a keresleti korlátok kisebb, míg a kínálatiak nagyobb mértékben játszhattak szerepet. A kínálati korlátok döntően az alacsony hitelezési hajlandósággal voltak magyarázhatók: az utóbbi időszakban a bankok kockázati toleranciájuk csökkenése miatt jellemzően csak a jobb hitelképességű vállalatok finanszírozását vállalták (Sóvágó, 2011).

1. ábra. A vállalatok belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása és a belföldi beruházások



Forrás: Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2012. április, MNB, 30. o.

A vállalati hitelállomány az ábrán láthatóak szerint szinte folyamatosan csökkent 2008 IV. negyedétől kezdve 2011 végéig. A fennálló hitelállomány futamidő szerinti bontása betekintést nyújt az egyes hitel típusok közötti eltérésekre. A válság kitörése után, a gazdaság visszaesésével párhuzamosan jelentősen csökkent a rövid lejáratú hitelek állománya, amely 2010 júniusában stabilizálódott, és azóta sem változott lényegesen. A rövid lejáratú, jellemzően működő tőkét finanszírozó hitelek állományának stabilizálódása arra utal, hogy a hitelkínálati korlátok nem lehetetlenítették el az életképes vállalatok működését, és nem vezettek a kapacitások jelentős csökkenéséhez. Az első időszakban főleg a rövid lejáratú

hitelállomány csökkent, hiszen a lejárat miatt ezeknek a visszafizetése vált esedékessé, amely hiteleket a bankok nem hosszabbították meg és nem adtak ki új rövidlejáratú hiteleket.

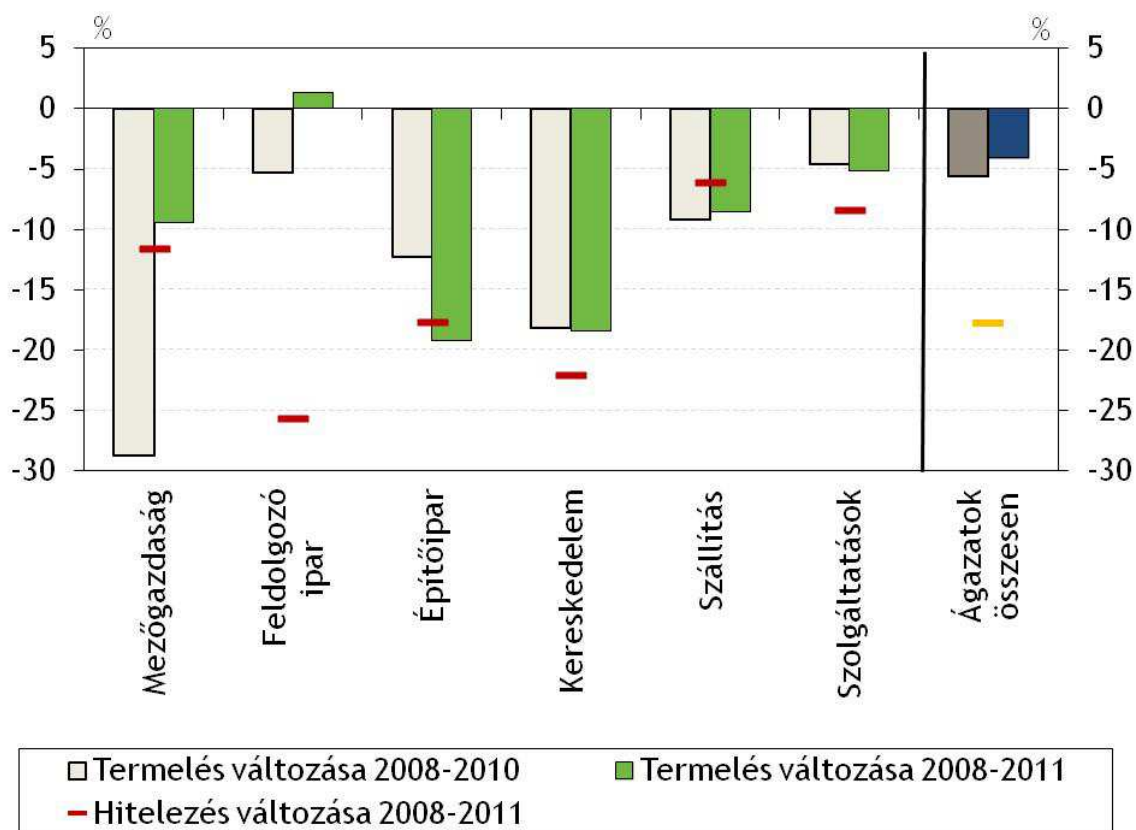
2011-ben azonban már a hosszú lejáratú hitelek leépülése volt a meghatározó, a rövid futamidejű hitelek csak kisebb mértékben csökkentek, és a III. negyedévben bővülés figyelhető meg ebből a típusból.

A hosszú lejáratú hitelek leépülése nem meglepő, a külföldi és a hazai gazdasági kilátások romlásával a vállalatok beruházási aktivitása továbbra is szerény maradt – ahogyan azt az 1. ábrán látható vonaldiagram is mutatja – így hosszú lejáratú hitelek felvétele továbbra sem jellemző. A hosszú távú hitelek leépülése a gazdasági növekedés szempontjából lényeges beruházások elmaradására enged következtetni, ami már középtávon is a potenciális kibocsátás mérséklődését okozza. A kieső vállalati hitelezést 2008 vége óta az alternatív finanszírozási lehetőségek sem tudták pótolni: a külföldről felvett hitelek és a kereskedelmi hitelek is összességében mérsékeltek maradtak a belföldi hitelezés leépülése mellett (MNB, 2012)

Az ágazatok többségében sem a termelés, sem pedig a hitelezés nem érte el a válság előtti szinteket. Bár a gazdasági növekedést illetően 2010 és 2011 is a lassú kilábalásról szólt, a nemzetgazdasági ágazatok termelése összességében továbbra is 4 százalékkal marad el a válság előtti, 2008-as szintektől (MNB, 2012)

Az egyes szektorokat azonban a hitelezés visszaesése különbözőképpen érinti. A legfőbb ágazatok közül az építőiparban és a kereskedelemben szorult vissza a leginkább a hitelezés és a termelés, a szolgáltató szektor teljesítménye az átlag körül alakult, míg a hitelezés itt esett vissza a legkevésbé. (2. ábra).

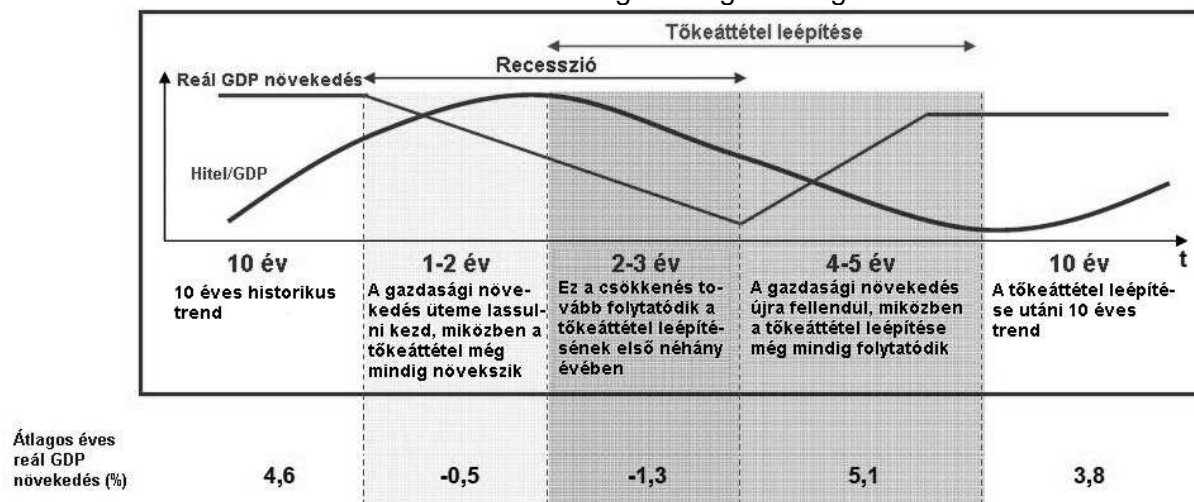
2. ábra. Az egyes ágazatok termelésének és hitelezésének relatív változása 2008 és 2011 között



Forrás: Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2012. április, MNB, 33. o.

A magyarországi folyamatok ellentmondanak Roxburgh elméletének (Roxburgh et al, 2010, átvéve: Berlinger et al. 2012). (3. ábra) E szerint a konjunktúra ciklus alakulását kis késleltetéssel követi a hitel/GDP arány változása. A recesszió kezdetén a hitelállomány még nő is, majd a recesszió tartóssá válását követően kezd el csökkenni. A hitelek csökkenése még a fellendülés kezdetén is folytatódik. A magyar folyamatokban azonban 2008-ban állt be a hirtelen törés, így nálunk nem figyelhető meg semmilyen késleltetési hatás a konjunktúra-ciklus és a hitelállomány változása között.

3. ábra. A tőkeáttétel ciklikussága és a gazdasági növekedés



Forrás: Roxburgh et al. (2010) 40. o., átvéve Berlinger et al. (2012)

A vizsgálat hipotézisei és az elemzés menete

A dolgozat a hazai vállalatok forrásszerkezetében bekövetkező változásokat vizsgálja 2007 és 2011 között. Az elemzéshez szükséges adatok a NAV honlapjáról letölthető társasági adóbevallás kiemelt adatai nevű kimutatásból származnak, ami statisztikai ágak szerint tartalmazza a kettős könyvvitelt vezető, adóbevallást benyújtó gazdasági társaságok összevont adatát. Sajnos a kimutatás forrásoldalon csak a kötelezettségek főbb csoportjait (hátrасorolt, hosszú lejáratú, rövid lejáratú) mutatja, valamint a szállítóállományt. Ezen kívül a saját tőke, a céltartalékok és a passzív időbeli elhatárolás látszik belőlük. A kötelezettségen belül részletesebb adatok (egyéb rövid lejáratú kötelezettségek, hitelek, kölcsönök) adatai nincsenek meg. Ez behatárolja a tőkeszerkezeti elemzés vizsgálati körét.

A dolgozat arra keresi a választ, hogyan változott meg a vállalati szektor tőkeszerkezete a válság folyamata alatt, milyen változás tapasztalható az összes kötelezettség/ összes forrás, arányában. Csökkent-e és vajon késleltetve vagy azonnal a válság hatására a kötelezettség/mérlegfőösszeg arány, illetve hogyan alakult a rövid és hosszú lejáratú kötelezettségek aránya. A csökkenő bankhiteleket vajon pótolták-e más forrásokkal – elsősorban szállítói tartozásokkal - a vállalatok.

A klasszikus nézetek szerint a válságra érzékeny ágazatoknak magas saját tőke aránnyal kell rendelkezniük, hogy válság esetén, a gyenge cash-flow termelő képesség ne okozzon nehézségeket az adósságszolgálat teljesítésében. A válság az egyes iparágakat különböző mértékben sújtotta. Ez a különbség vajon

megmutatkozik-e a tőkeszerkezetben is? Igazolható-e a magyar adatok alapján, hogy a konjunktúra érzékeny iparágak az átlagosnál nagyobb mértékben építik le a kötelezettségeiket?

Az adatok könnyebb elemzése érdekében a NAV adatszolgáltatásban szereplő ágazatokból a következő csoportokat képeztem.

1. Mezőgazdaság – rövid neve: MEZOGAZD
2. Ipar (bányászat, feldolgozó ipar, energiatermelés) – rövid neve: IPAR
3. Építőipar – rövid neve: EPIPAR
4. Kereskedelem – rövid neve: KER
5. Anyagi szolgáltatások (szálláshely, vendéglátás, szállítás, raktározás, posta, távközlés, ingatlanügyek, gazdasági szolgáltatások) – rövid neve: ANYAGI
6. Nem anyagi szolgáltatások (oktatás, egészségügy és szociális ellátás, egyéb szolgáltatás) – rövid neve: EGYEB

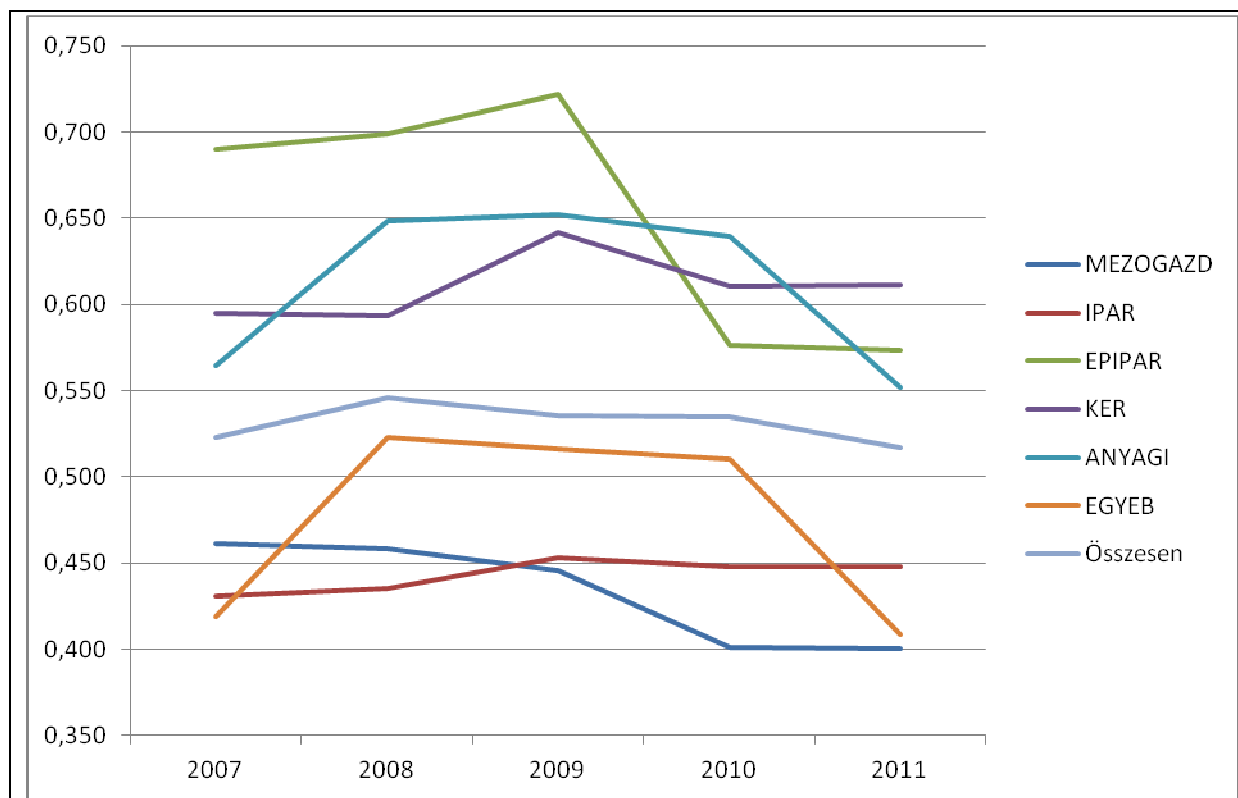
A vizsgált változók az alábbiak voltak:

1. Összes kötelezettség/mérlegfőösszeg – Azt vizsgáltam, vajon igaz-e az, hogy recesszióban a kötelezettségállomány csökken a Roxburgh hipotézisnek megfelelően.
2. Hosszú lejáratú kötelezettség/mérlegfőösszeg – A beruházások csökkenését követi-e a hosszú lejáratú kötelezettség csökkenése. Igazolható-e, hogy a beruházások visszaesése a hitelállomány visszaesés következménye.
3. Rövidlejáratú kötelezettség/mérlegfőösszeg – Látható-e az adatokból, hogy a rövid lejáratú követelések alakulása követi leggyorsabban a konjunktúra ciklust.
4. (Rövid lejáratú kötelezettség-szállítóállomány)/mérlegfőösszeg – A szállítóállomány recesszióban kiválthatja a rövid lejáratú kamatozó hitelek egy részét azáltal, hogy a vállalatok később fizetnek egymásnak. Igazolható-e, hogy a szállítóktól tisztított rövid lejáratú kötelezettségállomány erőteljesebben csökken, mint a teljes rövid lejáratú kötelezettség. Minden adatot 2007-2011 közötti időszakban ábrázoltam ágazatok szerint.

A vizsgálat eredményei

A vizsgálat meglepő eredménnyel zárult. Annak ellenére, hogy a bankszektor hitelállománya csökkent, a forrásszerkezetben nem észlelhető jelentős változás az „utolsó békeév”-nek nevezhető 2007-hez képest. Ha van is egyes ágazatokban tőkeáttétel csökkenés, az csak mérsékelten tekinthető a hitelállomány csökkenéséhez képest. De nézzük a vizsgált változókat egyenként!

4. ábra. Az összes kötelezettség/mérlegfőösszeg alakulása



Forrás: saját szerkesztés

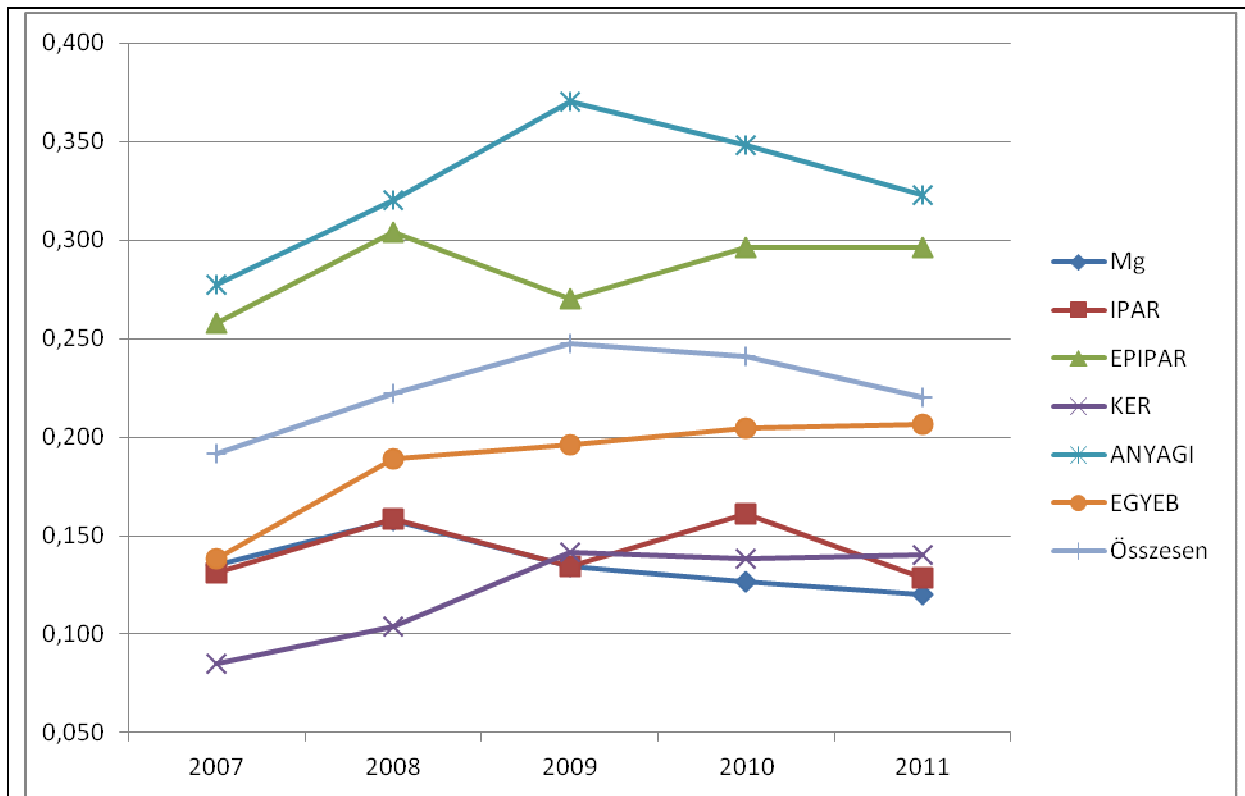
A kötelezettségek aránya legnagyobb arányban az építőiparban esett – vélhetően a lakásépítések és a vállalati beruházások visszaesése miatt. A mezőgazdaság kötelezettségállománya alacsony szintről tovább esett 2011-ig, ebben valószínűleg a 2011-es jó termés miatti belső forrásnövekedés is szerepet játszott. Az anyagi és nem anyagi szolgáltatások elsősorban a belső piacra termelnek. Itt átmeneti emelkedés után 2011-ben szintén elkezdődött a kötelezettségek csökkenése.

A fenti négy ágazat tehát Roxburgh elméletének megfelelően mozgott. A 2008-as recessziót követően átmenetileg emelkedett a kötelezettségek aránya, aztán a recesszió tartóssá válásával 3 év után indult csökkenésnek. Mindazonáltal a mezőgazdaság esetében valószínűleg szezonális okok is szerepet játszottak.

Az ipar, a kereskedelem azonban nem csökkentette, hanem növelte tőkeáttételét. Mivel ez a két ágazat meghatározó súlyú, ez magyarázza, hogy a magyar gazdaság egészében nem tapasztalhatjuk a tőkeáttétel jelentős csökkenését. (A mérlegfőösszeg alapján az anyagi szolgáltatások részesedése 40%, az ipar részesedése 36%, a kereskedelem részesedése 13%, az építőipar részesedése 6%, a mezőgazdaság részesedése 3%, a nem anyagi szolgáltatások részesedése pedig 1%.) De honnan szerezte meg a vállalati szektor a hiányzó forrást, ha a banki hitelezés összeszűkült. Lehetséges magyarázat, hogy az ipar és a kereskedelem Magyarországon meglehetősen koncentrált és nagy multinacionális vállalatok által uralt. Ezek finanszírozása nem elsősorban a magyar bankok hitelezési aktivitásától, hanem az anyavállalataik finanszírozási politikájától függ. Így ők függetleníteni tudják magukat a magyar belső forrásszűkülés hatásaitól.

Nézzük meg most a *hosszú lejáratú hitel/mérlegfőösszeg* arányt. A hosszú lejáratú kötelezettségek, a lejáratú összhang elvének megfelelően, elsősorban a beruházásokat finanszírozzák.

5. ábra. A hosszú lejáratú kötelezettség/mérlegfőösszeg arány alakulása



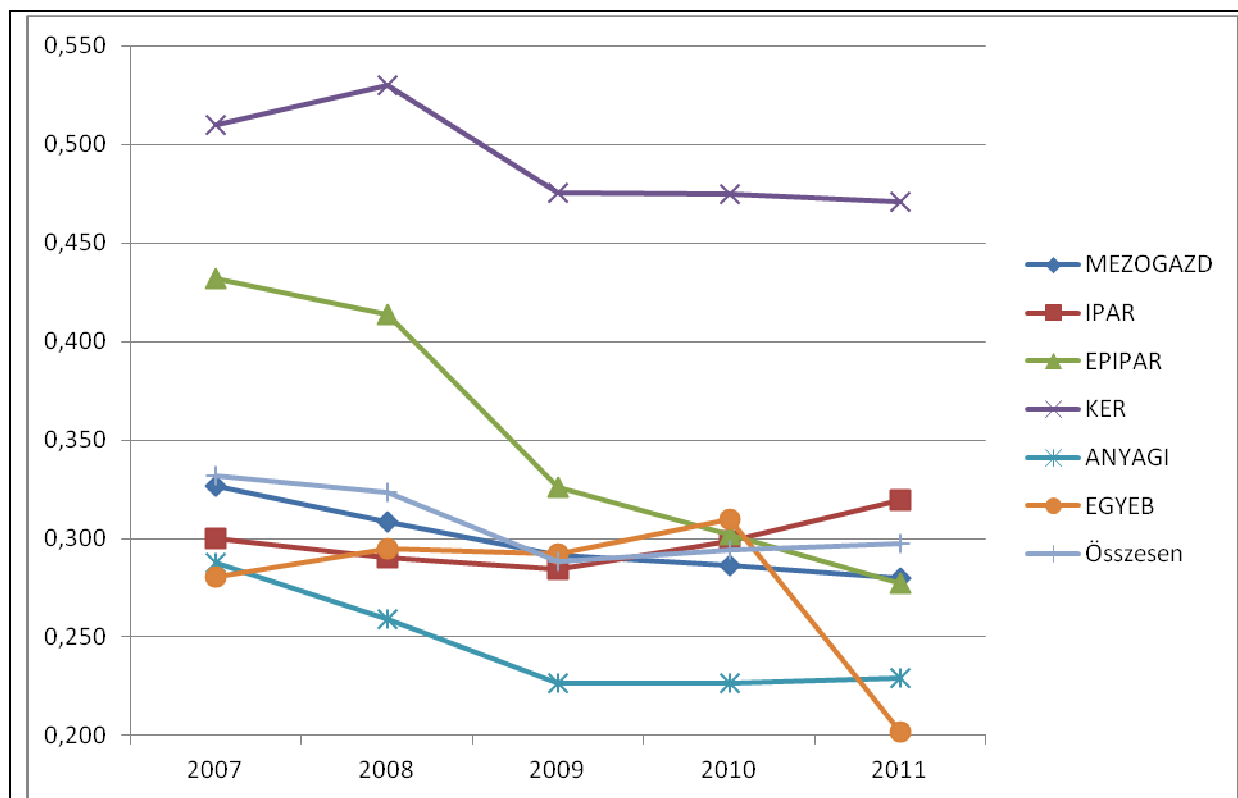
Forrás: saját szerkesztés

A várt nagyarányú csökkenés helyett több ágazatban a hosszú lejáratú kötelezettségek aránya emelkedett. Ez a helyzet a szolgáltatások és a kereskedelem esetében. Likviditási válságok idején pénzügyileg helyes művelet a kötelezettségek futamidejének növelése. Így a törlesztés kitolódik, a vállalat pénzhiánya enyhül. Azon ágazatok tudják ezt megtenni, akik hitelképesek és azoknak érdemes, melyek jobban függenek a belső piaci konjunktúrától. A szolgáltatások és a kereskedelem piaca elsősorban a belföld, itt a hitelek csendes átütemezése eredményezhette a bővülést.

Az ipar, építőipar hosszú lejáratú kötelezettségeinek aránya szinten maradt. Az építőipar mérlegfőösszege csökkent, tehát az arány szinten maradása csak annyit jelent, hogy a hosszú lejáratú kötelezettségek a mérlegfőösszeggel arányosan mérséklődtek. Az ipar finanszírozása (és részben piaca is) elsősorban nem a belföldi gazdasági helyzet függvénye. A mezőgazdaság hosszú lejáratú kötelezettségállománya kis mértékben csökkent.

A rövid lejáratú kötelezettségek jellemzően a folyamatos működés forgóeszköz igényét finanszírozzák meg. Finanszírozási részesedésük az alábbiak szerint alakult.

6. ábra. A rövid lejáratú kötelezettség/mérlegfőösszeg arány alakulása

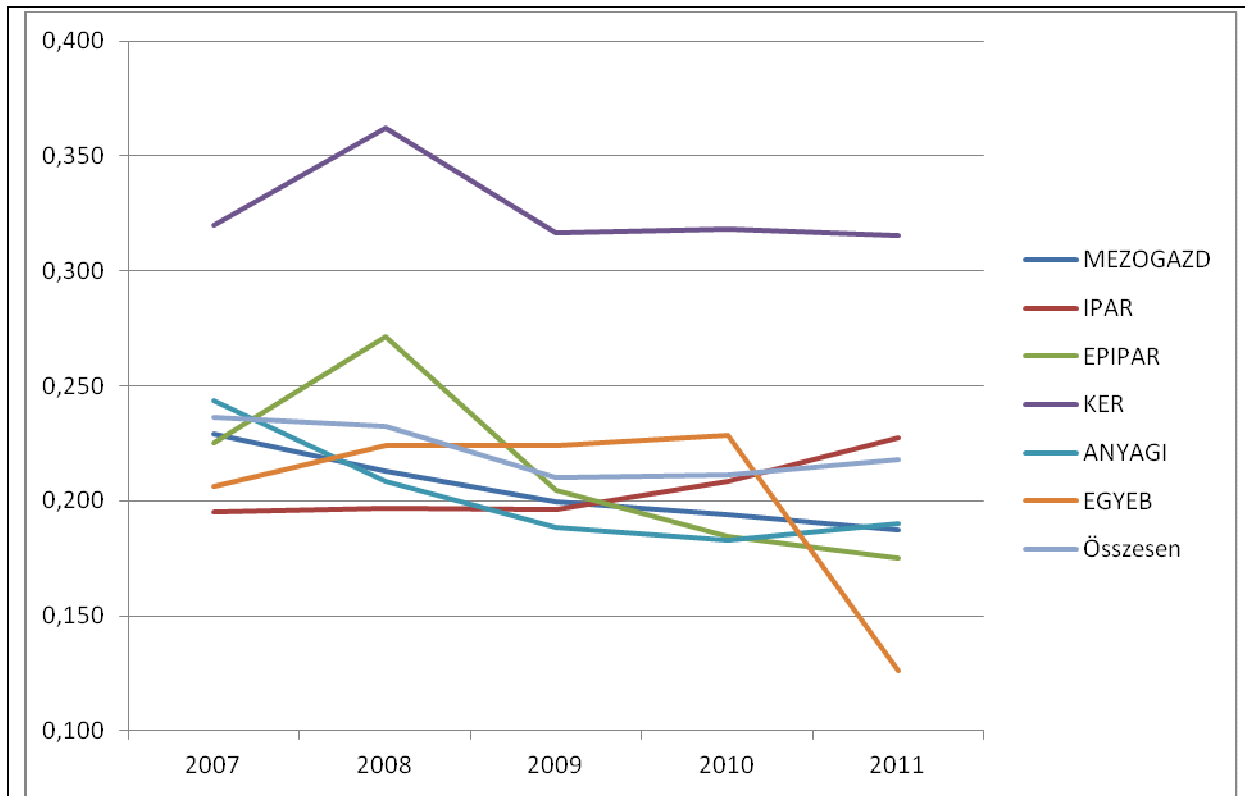


Forrás: saját szerkesztés

A rövid lejáratú kötelezettségek esetében már általános csökkenést lehet észrevenni. Az egyetlen kivétel az ipar, ahol a rövid lejáratú kötelezettség állománya a 2009-es mélypont után növekedni tudott. Nagyon drámai és folyamatos a visszaesés az építőiparban. A rövid lejáratú kötelezettségek csökkenése logikus következménye a recessziónak, hiszen ezek a finanszírozási tételek a napi működéshez szükségesek. Ha mérséklődik az értékesítés, mérséklődik az értékesítéshez kapcsolódó finanszírozási igény is.

Kíváncsi voltam arra, hogy a rövid lejáratú kötelezettségek csökkenése mennyiben köszönhető a kamatozó rövid lejáratú kötelezettségek csökkenésének. Ezért a szállítóállománytól tisztított kötelezettség/mérlegfőösszeg arányokat is kiszámoltam (7. ábra).

7. ábra. A szállítóállománytól tisztított rövid lejáratú kötelezettség/mérlegfőösszeg arány alakulása



Forrás: saját szerkesztés

Lényeges különbség az előző ábrához képest nem mutatkozik. Ez azt jelenti, hogy a szállítóállomány részesevése lényegében stagnált, a rövid lejáratú kötelezettségek leépüléséért elsősorban a kamatozó kötelezettségek a felelősek. A rövid lejáratú kötelezettségek leépülése viszont a hosszú lejáratú hitelekkel ellentétben a válság kirobbanása után azonnal érezhető, egyedül a nem anyagi szolgáltatások esetében tapasztalható valamilyen késleltetési hatás.

Következtetések

A magyar gazdaságban a válság alatt érvényesül az a tendencia, hogy a kötelezettségek aránya csökken. Ez elsősorban azokra az ágazatokra igaz (szolgáltatások, kereskedelem, építőipar, mezőgazdaság), amelyek belső piacra termelnek. Az adatokból az is látható, hogy a hosszú lejáratú kötelezettségek aránya csak a mezőgazdaság esetében csökkent. A késleltetési hatás miatt a hosszú lejáratú kötelezettségek aránya csak 2011-től kezdett csökkenni.

A rövid lejáratú kötelezettségek esetében a hatás azonnali volt, a belső konjunktúra alakulásának kitett ágazatok (iparon kívül mindenki) rövid lejáratú kötelezettségei folyamatosan csökkennek. A szállítóállományt kiszűrve sem látható a dinamikában eltérés, ezért a csökkenő rövid lejáratú hitelfinanszírozást nem pótolták szállítói tartozásokkal a vállalatok. Csökkent-e és vajon késleltetve vagy azonnal a válság hatására a kötelezettség/mérlegfőösszeg arány, illetve hogyan alakult a rövid és hosszú lejáratú kötelezettségek aránya. A csökkenő bankhitelek vajon pótolták-e más forrásokkal – elsősorban szállítói tartozásokkal - a vállalatok. Az ágazati

felbontáson túl mélyebb, alágazati felbontás szükséges ahhoz, hogy a konjunktúra érzékenységet érdemben vizsgálni lehessen. Mindazonáltal az építőipar – mint klasszikus konjunktúra-érzékeny iparág – recesszióhoz való alkalmazkodása az elméletnek megfelelően alakult.

Irodalomjegyzék

BERLINGER Edina, HORVÁTH Ferenc, & VIDOVICS-DANCS Ágnes (2012): Tőkeáttétel-ciklusok *Hitelintézet* Szemle, 11 (1), 1-23.

FÁBIÁN Gergely, HUDECZ András, & SZIGEL Gábor (2010): A válság hatása a vállalati hitelállományokra Magyarországon és más kelet-közép-európai országokban *Hitelintézet* Szemle, 9 (5), 445-460.

Jelentés a pénzügyi stabilitásról (2012). Budapest: MNB. 2012. április

http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_stabil/mnbhu_stab_jel_201204 [2012.12.30.]

MYERS, S.C. (2001): Capital Structure. *Journal of Economics Perspectives*, 15 (2), 81-102.

ROXBURGH, C., LUND, S., WIMMER, T., AMAR, E., ATKINS, C., KWEK, J., DOBBS, R., & MANYIKA, J. (2010): *Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences*. Report. McKinsey Global Institute.

SÓVÁGÓ Sándor (2011): Keresleti és kínálati tényezők a vállalati hitelezésben. *MNB tanulmányok*, 94, 3-24.

Adatforrások

http://nav.gov.hu/data/cms260837/Kettos_konyvvitelt_vezetok_mutatoi_2011.pdf

http://nav.gov.hu/data/cms201941/Gyorsjelentes_2010_%28kiemelt%29.pdf

http://nav.gov.hu/data/cms163873/Gyorsjelentes_2009_%28kiemelt%29.pdf

http://nav.gov.hu/data/cms137922/Gyorsjelentes_%28kiemelt%29_2008.pdf

http://nav.gov.hu/data/cms56008/gyj07_kiem.pdf