

# HOLLÓNÉ KACSÓ ERZSÉBET

## Vállalkozások finanszírozásának kérdései az EU-csatlakozás kapcsán

„A gazdaság fejlődése szempontjából a vállalatok finanszírozása kulcskérdés, különösen akkor, amikor az Európai Unió egységes piacába való bekapcsolódás a tét.” (Várhegyi 2003/3. p. 24)

- A vállalkozások finanszírozása (finanszírozhatósága) központi téma, mert
- a vállalkozások működtetéséhez szükséges *források léte fontos szerepet* játszhat a több évtizedes *gazdasági elmaradottság felszámolásában*, ugyanakkor;
  - hiánya gátolhatja a versenyképes termelési struktúra kialakítását.

Az Európai Unióhoz csatlakozás kapcsán e témában felmerülő fő kérdések a következők. Milyen hasonlóságok és eltérések mutatkoznak a magyarországi vállalkozások és az EU-ban működő vállalkozások finanszírozási struktúráját illetően? Melyek a magyar vállalkozások finanszírozásának sajátosságai? Melyek a szükséges/lehetséges változási irányok a forrás szerzésben?

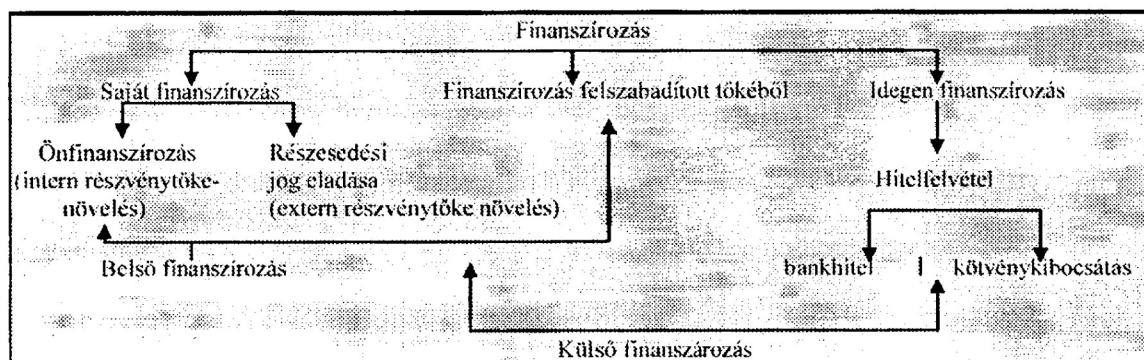
A következőkben ezen kérdésekre adott (adható) válaszokat gyűjtöttem össze a főleg szakirodalomban fellelhető forrásokra és saját (a tőzsdei vállalatokat érintő) kutatásaimra támaszkodva. (A tényanyagok, helyzetelemzések gyűjtésének két jellegzetes időintervalluma: 90-es évektől az ezredfordulóig, majd koncentrálna az EU csatlakozást közvetlenül megelőző időszakra, a vizsgálatok jellemzően Magyarország EU taggá válásának évéig, 2004-ig terjednek.)

### 1. A vállalkozásfinanszírozás elmélete és gyakorlata

#### 1.1. Finanszírozási források rangsora és nemzetközi trendje

A téma bevezetéseként célszerű áttekinteni a lehetséges finanszírozási forrásokat, ezek jellemzően alkalmazott rangsorát. A tőkefinanszírozási módok vázlatos felépítése a részvénytársaságok esetében jellemző finanszírozási eljárásokat foglalja össze, de a téma szempontjából fontos belső és külső finanszírozás illetve a saját és idegen finanszírozás esetei bármely vállalkozási forma esetében jól értelmezhetők.

1. ábra: Tőkefinanszírozási módok.



Forrás: Katits 1995. p. 49., átvéve Wöhe: Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Verlag Franz Vahlen München, 1990. (módosítással)

A cégek forrásszerzéseik során (a források igénybevételének sorrendjében) a következőket mérlegelik.

Az *önfinanszírozás* – az adózott nyereség egészének vagy jelentős részének visszatartása – növeli a pénzügyi biztonságot és rugalmasságot. Ha a vállalatnak nincs elég belső finanszírozási forrása, akkor a következő két forrás egyikéből kell pénzt szereznie: vagy az idegen források piacáról (jellemzően bankkölcsön vagy kötvénykibocsátás révén), vagy – ha részvénytársaságról van szó –, a részvénytőkepiacról (alaptőke emeléssel, új részvények kibocsátásával).

A két forrás közül legelterjedtebb finanszírozási mód a *hitelfinanszírozás*, ezen belül a banki hitel. Mind a banki hitel, mind a kötvények esetében a finanszírozási forrás árát nagymértékben befolyásolja az, hogy az adósság klasszikus értelemben „biztosított forrás” abban az értelemben, hogy a cég ingó és ingatlan vagyona áll szemben a hitel összegével. A vagyoni biztosítékok és a visszafizetés esetén a tulajdonosok kielégítési sorrendjét megelőző ún. „elsőbbségi jog” biztosítja a hitelezők alacsonyabb kockázatát, amely az egyéb formákhoz képest *alacsonyabb tőkeköltséget* eredményez. Tovább mérsékli a hitelek költségét az „*adóhatás*”, mely abból adódik, hogy a hitelek kamata az adózás előtti eredményből törleszthető, ezzel szemben a saját forrásokat biztosítók osztaléka az adózott eredményt terheli. Figyelemmel kell lenni azonban arra, hogy a túl sok kötelezettségvállalás korlátozza a vállalat későbbi forrásszerzésre való képességét. Az idegen forrás igénybevehetősége tehát korlátozott.

A másik, alternatív finanszírozási mód a *tőkefinanszírozás*, melynek révén a finanszírozók tulajdonjogot szereznek a vállalkozásban. A befektetőnek jogában áll tőkerészesezésével arányban, vagy külön megállapodás esetén ettől eltérő mértékben részt venni a vállalkozás irányításában, illetve

részesedni a vállalat által elért eredményből. A hitelfinanszírozással ellentétben tőkéje semmilyen módon nincs szavatolva, sőt az képez garanciát a hitelfinanszírozók számára. A befektető számára a vállalkozás által megtermelt jövedelem, illetve üzletrésze esetleges értékesítése jelenti a hozamlehetőséget. Ez a finanszírozási forma a visszafizetési garancia hiánya, illetve felszámolásakor kielégítési sorrendben a hátrасorolás (az utolsóként való kielégítés) miatt *kockázatosabb, mint a hitelfinanszírozás. A magasabb kockázat tükröződik a magasabb hozamelvárásokban.*

„Az értékpapír-kibocsátások –főképp a befektetési és nyugdíjalapok stimuláló szerepe révén- mai volumene kétszerese a világ pénzügyi piacain a 90-es évek elejét jellemző értékeknek. Az értékpapírok térnyerése a vállalkozások finanszírozásában azon kívül, hogy hatékony tőkeallokációt kínál, elősegíti a kockázatok jobb átláthatóságát és a szabályozói normák alkalmazásával erősíti a piaci fegyelmet” (Matesz Béla: Bank és tőzsde 2002. április 19. p. 11).

A nemzetközi pénzügyi piacokon jellemző folyamatok a *keresleti oldalról* kiinduló ösztönző hatást jelzik. A kibocsátói oldal – a nagyvállalatok mellett egyre inkább megjelenő közepes méretű vállalatok is – elsősorban a tranzakciók volumenének bővüléséből (bővíthetőségéből) adódó üzleti költségek csökkenése, a befektetői oldal a tranzakciók szabványosításával összefüggő felmérhetőbb kockázat miatt érdekelt a közvetlen finanszírozásban.

## **1.2. A vállalkozások a finanszírozása az EU országokban és Magyarországon.**

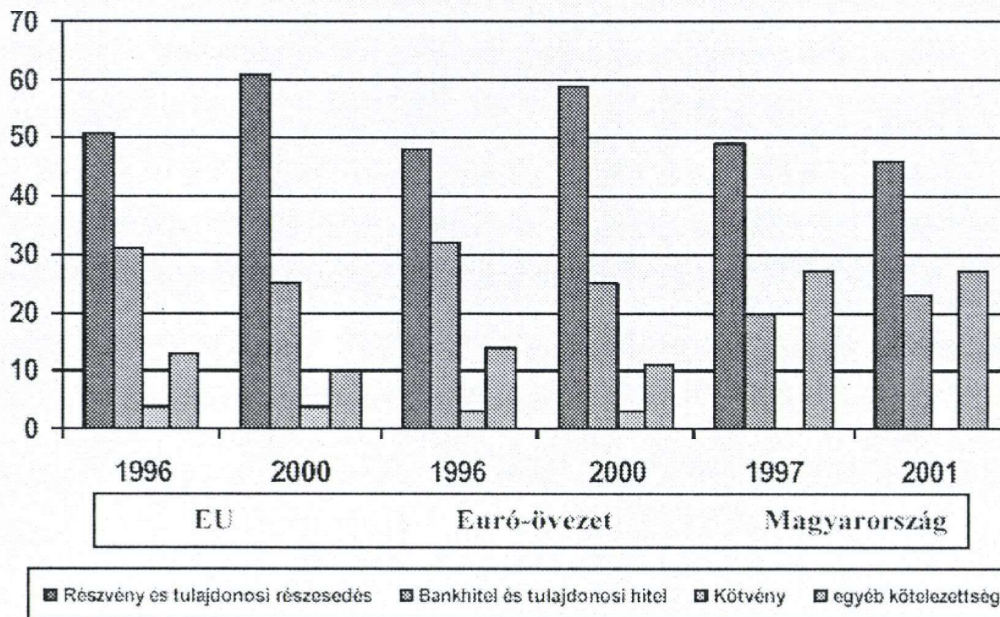
Az EU tagországok többségében nem az értékpapírpiac játszik fő szerepet a finanszírozásban. Magyarországon, az *Európai Unió országaival való összehasonlításban is alacsony* –arányaiban érzékelhetően nem kimutatható – a *tőkepiac révén eszközölt forrásbevonás.*

A finanszírozási szerkezet jól érzékelhető eltérései a következők.

A saját tőkével való finanszírozás meghatározó szerepe jellemző valamennyi szférában, azonban *a részvény és tulajdonosi részesedés súlyának növekedése az EU-ban, illetve az Euro övezetben azt valószínűsíti, hogy az EU tagországokban is kimutatható némi elmozdulás az új részvények kibocsátása révén való tőkeszerzés irányába, míg a magyar vállalatok esetében a európai (és a nemzetközi trenddel) ellentétes folyamatok zajlanak.* (Ezt támasztja alá a magyar tőzsdén szereplő vállalatok körében végzett felmérés is, melynek részleteit a 2.1. pontban mutatom be.)



2. ábra: A vállalatok pénzügyi forrásainak megoszlása (%).



Forrás: Várhegyi i.m.p. 26.: „A vállalatok pénzügyi forrásainak megoszlása” c. táblázat adatainak felhasználásával (Eredeti forrás: Eurostat, APEH)

Az idegen források között a *hitel súlya az ezredforduló időszakában azonosnak tűnik a finanszírozási szerkezetben*, de a trendje kimutathatóan ellentétes: Az EU országokban öt éves periódusban a hitelek (elsősorban a bankhitel) vállalatfinanszírozásban betöltött szerepe csökkent (31%-ról 25%-ra), a magyar vállalatok körében nagyságrendjében és arányaiban is egyértelműen növekedett (20%-ról 23%-ra)

A kötvényekkel való finanszírozás nem túl magas szintje (4%, illetve 3%) jellemző az EU és Euró-övezetbe tartozó országokban, ezzel szemben *statisztikailag nem kimutatható az előfordulása a Magyarországon működő, nem pénzügyi vállalkozások körében.*

Az egyéb pénzügyi források (jellemzően szállítói hitel) aránya nagyságrendekkel alacsonyabb és csökkenő irányú az EU vállalati körben, miközben a magyar vállalatok finanszírozási struktúrájának – stabilan – több mint negyedét képezi az „egyéb kötelezettség”. E „spontán forrás” nemcsak a szállítókkal szembeni kötelezettségeket, hanem a munkabér-, és köztartozásokat is magában foglalja.

Az összehasonlítás révén érzékelhető, hogy a hazai vállalatok két domináns finanszírozási forrása a saját forrás és a képződő „spontán” források, és a finanszírozásban a banki források igénybevétele irányába való elmozdulás mutatkozik.



A következőkben részletesebben áttekintjük a magyar vállalatok finanszírozási sajátosságait, választ keresve az eltérések okaira.

## **2. A magyar vállalatok finanszírozásának sajátosságai**

### **A részvényfinanszírozás (extern részvénytőke-növelés) kis súlya**

A részvényfinanszírozás szerepének, súlyának megítéléséhez a BÉT-en jelenlévő vállalatok adatait vettem figyelembe, tekintve, hogy esetükben valószínűsíthető leginkább a nyilvános kibocsátások révén a külső tőkebevonás szándéka.

A részvénytársaságok körében jellemző finanszírozási források nagyságrendje, az egyes források aránya valamint időbeli változásuk megismeréséhez, és a hazai jellemzők nemzetközi tendenciákkal való összevetéséhez – a 200-ig tartó első vizsgálat során – csak azon vállalatok adatait vettem figyelembe, amelyek 1996–2000 között a tőzsdén tartózkodtak. Erre nemcsak a felmérés egyébként nagy volumene és időigénye miatt volt szükség, hanem alapvetően azért, mert tartalmilag az extern részvénytőke növelés felmérése egy meghatározott tőzsdén való tartózkodási időt feltételez, továbbá az adatok megfelelő kezeléséhez, értelmezéséhez szükséges egy azonos időintervallum. (Nem vettem figyelembe – az eltérő finanszírozási struktúra miatt – az ezen időszakban a tőzsdén tartózkodó bankokat.) Így összesen 31 vállalat – a 2000-ben is a tőzsdén tartózkodók nagyobbik fele – került be az elemzett vállalati körbe.

A második felmérést a 2004-es állapotra vonatkoztatva készítettem, szándékaim szerint a korábban kijelölt vállalati körre. A kapott eredmény több szempontból csak fenntartásokkal kezelhető:

- az eredeti vállalati kör „szűkül”, azaz a gyorsfelmérésben résztvevők száma kevesebb (8 cég értékpapírjai a jelzett időpontban már nem szerepelnek a tőzsdén),
- nem tartalmazza azon cégek tőkestruktúráját sem, melyek azóta léptek a tőzsdére, és már öt évnél hosszabb ideje szerepelnek a nyilvános, szabályozott piacon. A torzítások mérséklése érdekében, a vizsgálat kezdetén még nem szereplő, mára már a részvények tőzsdei kapitalizációja 22%-át kitevő Matáv Rt forrásstruktúráját is bevontam az elemzésbe, de nem változtak a jellemző arányok.

Pontatlanságot okozhat a számításokban a nem nagy arányú (átlagosan a források 3%-át kitevő) céltartalékok külön kezelésének hiánya. A kötelezettségekből kiemelt hosszúlejáratú kötelezettségeket hiteleknek minősítettem. (Nem jelent torzítást a tőzsdei vállalatok körében ugyan már megjelenő, de a

vizsgálatba bevont tőzsdei cégek forrásstruktúrájában nem számottevő kötvénykibocsátás a Matáv és a Mol esetében.)

A jellemző arányokat a vizsgálat kezdő és befejező évére és 2004-re vonatkozóan az alábbi táblázat tartalmazza.

*1. táblázat: Finanszírozási források aránya 1996 és 2000 között a BÉT-en lévő vállalatok körében.*

Források/Év	Saját tőke aránya (%)	Jegyzett tőke aránya (%)	Kötelezettségek aránya (%)	Hosszúlejáratú kötelezettségek aránya (%)	Rövidlejáratú kötelezettségek aránya (%)
<b>1996</b>	<b>61</b>	26	<b>39</b>	15	24
<b>2000</b>	<b>52</b>	13	<b>48</b>	22	26
<b>2004</b>	<b>51</b>	15	<b>49</b>	19	30

[Gyűjtött, feldolgozott adatok, forrás: Részvények Könyve 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2000, 2001, 2004]

A számítások alapján a következő *megállapítások* tehetők. Az összes forráson belül a vizsgálat kezdő és befejező évében domináns a *saját tőke* aránya, de jellemzően *csökkenő a súlya a finanszírozási források között*. Az *idegen források arányának növekedése a hitelfinanszírozás fokozott szerepére* utal. Figyelembe kell venni azonban, hogy a hosszúlejáratú kötelezettségeknek a kötelezettségeken belüli súlya kicsi, a cégek körében a rövidtávú idegen forrásszerzés jellemző, illetve a kötelezettségek jelentős részét a szállítókkal szembeni kötelezettség, az un. teljesítmény-kapcsolatokból eredő forrásszerzés teszi ki. (A mértékek pontosabb megítéléséhez hozzátartozik, hogy a rövid távú kötelezettségek adatai „maradékkelven” számítottak, ebből és a kerekítésekből adódóan 1-3% ponttal magasabbak.)

*A vizsgálatok megerősítették azt az ismert tény, hogy az extern részvénytőke növelés, a részvények kibocsátásával történő tőkeszerzés súlya elenyésző Magyarországon*. Azon tőzsdei vállalati körben, amelyek az ily módon történő forrásszerzés nagyobb lehetőségével élhetnének, az összes forráshoz viszonyítva *1,3%-os többletforrás bevonást eszközöltek részvénykibocsátással* (beleértve a nagyszámú zártkörű kibocsátást) a vizsgált időszakban. (Ez mélyen alatta van az amerikai piacon alacsonynak ítélt 2%-os részvények útján történő többlettőke szerzési aránynak. Különösen alacsony ez a mérték, ha a nagyságrendi különbségeket is figyelembe vesszük.)

Ha tendenciáját tekintjük, *a fejlett tőkepiacokon az elmúlt tíz évben kétszeres értékpapírokkal való finanszírozás bővülést regisztráltak*. Ha az értékpapírok közül a részvényekkel való finanszírozást tekintjük, Magyarországon a jelzett trenddel ellentétes irányú folyamatok bontakoztak ki. Erre

nemcsak a szűkülőben lévő tőzsdei kibocsátói létszám enged következtetni, hanem a részvények kibocsátása útján való tőkeszerzés arányának számszerű csökkenése is. A tőzsde működés kezdeti szakaszában – az első öt évben – *a relatíve magas, 3,8%-os volt a részvénykibocsátásból eredő jegyzett tőke növekedés, amely a működés második felére az említett 1,3%-ra apadt.*

A tőzsdei kibocsátások tartalma, továbbá a részvénykibocsátásokból eredő források aránya alapján egyértelmű, hogy a tőkeszerzési motívum kis szerepet játszik a nyilvános társasággá válásban. *A magyar kibocsátók nem a friss tőkebevonásért választják a nyilvános (tőzsdei) szereplést.* A tőzsdén lévő kibocsátóknak jelen vizsgálatban is regisztrált magatartását, csak részben támasztja alá a BÉT által végzett felmérés, amely a tőzsdére lépés – kibocsátók által megítélt előnyeit, hátrányait kutatta. E szerint a magyar kibocsátók körében a tőzsdei jelenlét „marketing-értéke” az első számú bevezetési motívum. Második viszont „a tőzsdei szereplés által biztosított tőkebevonási lehetőség”. Ez utóbbi lehetőség kihasználása azonban olyan alacsony szintű, hogy a tőkebevonásba feltehetően beleértik a kibocsátók az ismertségből eredően könnyebb idegenforrás-szerzési lehetőséget is. A nyereség visszaforgatható hányada mellett *a cégek bankhitelek felvételét preferálták, melynek kedvező feltételeit teremtették meg az infláció csökkenésével csökkenő hitelkamatlábak is.*

## **2.2. A bankhitel „kitüntetett” szerepe a magyar vállalatok finanszírozásában**

A magyar tőzsdére bevezetésre került cégek jellemzően „nagy” vállalatok. Esetükben a *finanszírozásban a hosszúlejáratú hitelek egyértelmű növekedését regisztrálhattuk*, de a rövidlejáratú kötelezettségeik növekedése is részben a hitelállományuk (a rövidlejáratú hitelállományuk) növekedésére enged következtetni.

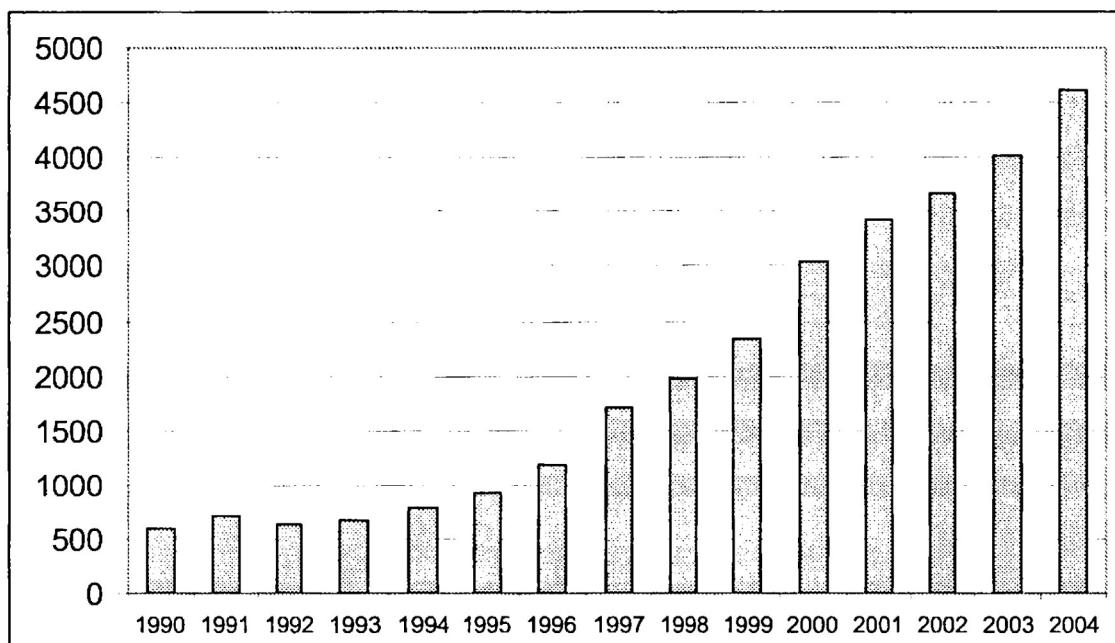
Az EU vállalkozásainak finanszírozási struktúrájával összevetve is kimutatható volt a magyar vállalatok egészére nézve a banki források növekedése.

A kereskedelmi bankok által nyújtott vállalati hitelek nagyságrendjének változása, a növekedés dinamikája is a klasszikus idegen források fokozott igénybevételét látszik igazolni.

A következő – a bankok által közvetített vállalati hitelállomány adatainak felhasználásával készített – grafikon jól érzékelteti, hogy a bankok által közvetített vállalati hitelállomány az 1990-es évek elején mutatkozó stagnálást követően az elmúlt 10 –14 évben töretlenül növekedett.



3. ábra: Vállalati hitelek állományának növekedése Magyarországon 1990–2004 között (mrd Ft).



Forrás: MNB éves jelentései.

A bankok által nyújtott hitelek mennyiségi növekedése és ezen hitelek vállalati finanszírozási forrásokon belüli arányának növekedése ellenére, a bankhitelek „kitüntetett szerepe” látszólagos a magyar vállalkozások egészének a finanszírozásában.

Ha bankhitelt igénybevevő vállalati kört azonosítjuk, a vállalatokat méret szerint legalább két csoportra bontjuk „nagy” és „kis” vállalati körre, már pontosabb képet kapunk a hitelek szerepéről. A következő táblázat a banki hitelek nagy- és kisvállalatok közötti megoszlását és ennek időbeli alakulását mutatja.

2. táblázat: Vállalati bankhitelek megoszlása „nagy” és „kis” vállalatok között.\*

ÉV	Nagyvállalatok		Kisvállalatok	
	Száma (aránya)	Hitelekből való részesedés	Száma (aránya)	Hitelekből való részesedés
1990	1880 (9%)	98,5	19200 (91%)	1,5
2000	3900 (3%)	99,0	129000 (97%)	1,0

\* Megjegyzés: „nagy” vállalat kategóriába tartoznak azok a cégek, melyek bevétele folyó áron 1990-ben 100 millió forint, 2000-ben 500 millió forint felett volt.

A szerkesztett adatok forrása: Major Iván: „A közepes szép...” c. cikke. Fejlesztés és Finanszírozás 2003/2. p.20.

A táblázatból kitűnik a nagyvállalati kör hitelekből való domináns részesedése, mely 10 év elteltével még erőteljesebbé vált. 2000-ben a vállalatok mindössze 3%-át kitevő nagyvállalati kör az összes vállalati hitel 99%-át kapta. Egyértelműen látható a bankhitel szinte csak a nagyvállalatok által preferált, pontosabban *elérhető finanszírozási* forrás.

Az aránytalan hitelfinanszírozásnak egyik fő oka a bankok magatartásával magyarázható.

A magyar – a kilencvenes évek elején még jellemzően állami – kereskedelmi bankok hosszú időn át a nagyvállalati ügyfeleket részesítették előnyben, mert nagyobb összegű hitelekkel, könnyebb ellenőrizhetőségükkel kényelmesebb, biztonságosabb nyereség elérését tették lehetővé. A kisvállalkozások mellőzésében szerepet játszott jelentős részük alacsony tőkeereje és ebből eredően gyenge hitelképességük.

Ilyen külső és belső feltételrendszerben nem meglepő, hogy a vállalkozások jelentős része esetében a bankhitel, mint finanszírozási forrás nem is értelmezhető. A hitel nélkül gazdálkodó magyar vállalati kör nagyságrendjét illetően eltérő, de mindenképpen nagy arányát valószínűsítő adatok léteznek a szakirodalomban.

„A vállalkozások kétharmada hitel nélkül gazdálkodik.” (Kőhegyi: 2001. p. 142.)

„A magyar vállalatok mintegy fele bankhitel nélkül gazdálkodik” (Várhegyi: 2003. p. 25.)

(Az adatok közötti eltérés megítélésem szerint elsősorban a felmérések időbeli eltéréséből adódhat, tekintve, hogy 2000 „fordulópontnak” tekinthető a kis- és közepes vállalkozások banki finanszírozásában.)

*Változások az ezredfordulót követően a vállalkozások bankhitelezésében mind mennyiségét, mind célcsoportját tekintve erőteljesek. A pénzügyi intézmények hitelezési tevékenysége az ezredforduló utáni években tovább bővült. (Kereskedelmi bankok vállalati hitelállomány több mint 50%-os növekedést jelez 2004 végére 2000-hez képest).*

*A vállalalkozói hitelek növekvő részét a kisvállalkozói szektornak (a mikro-, kis és középvállalkozásoknak) nyújtott hitelek tették ki. E szektor felé közvetített hitelek nagyságrendjét, arányát és változását jelzi a következő táblázat.*

*3. táblázat: A vállalati szektor hitelei, ezen belül a mikro, kis, és közepes vállalkozásoknak nyújtott hitelek 2000-2002 (Mrd Ft).*

Év	Vállalati hitel	Ebből „kisvállalkozásoknak” nyújtott hitel				„Kisvállalkozások” hiteleinek	
		Mikro	Kis	Közepes	Összesen	Aránya %	Változása %
2000	3040,5	243,7	297,6	295,2	1036,5	34,1	100
2004	4613,8	474,8	358,7	834,8	1668,2	36,2	+ 60,34

Forrás: MNB éves jelentések (gyűjtött adatok).

Az adatokból jól érzékelhető a bankok kisméretű vállalkozások felé fordulása, mert számukra a piacbővítés egyik lehetőségét jelenti. Az adatok megfelelő értékeléséhez az is hozzátartozik, hogy az EU-csatlakozással, az vállalkozások méret szerinti besorolása is változott a belépéssel egyidejűleg, és 2005-től. A változások lényege, hogy a nagyvállalkozások közül több vállalkozás a közepes vállalkozások, azaz a „kis cégek” közé került. (A foglalkoztatási küszöbök megegyeznek az EU-beli szabályozással -az összes foglalkoztatotti létszám 250 főnél kevesebb-, míg a pénzügyi küszöbök – az árbevétel nagysága, a mérlegfőösszeg- jóval alacsonyabbak voltak. 2004-ben. Példaként a bankok által a kategorizálás során jellemzően figyelembe vett árbevétel adatokat kiemelve, a közepes vállalkozások árbevételi határai: 2004 előtt 4 Mrd Ft, 2004 májusától 10,4 Mrd Ft, 2005 januárjától a 13 Mrd Ft.

A magyar vállalkozások finanszírozásának további sajátossága (amely nem volt kimutatható az Európai Unió országaival való korábbi összehasonlítás során), hogy a hitelforrásokon belül a rövidlejáratú hitelek aránya magas. A rövid lejáratú hitelek aránya nagy és növekvő a bemutatott 1990-2000-ig terjedő periódusban: az időszak elején 60, majd 75%. Ennek megfelelően a *hosszúlejáratú vállalati hitelek aránya az időszak elején 40%, majd 25% körül* mozgott. Összehasonlító adatként: a hosszúlejáratú vállalati hite-



lek aránya a fejlett piacgazdaságokban 45-50% körül alakul. (Adatok: Major: i.m. p.18.)

Rövidlejáratú banki hitelek előnyben részesítésének okai között említhető a rövidlejáratú hitelek könnyebb elérhetősége, relatív „olcsósága”, de ennél lényegesebb magyarázat a rövid távú források fokozott igénybevételének „kényszere”. „A vállalatok profithiánya és rövid távú eladósodottságuk kapcsolatban van egymással, így a nagy profithiány és a jelentős rövid lejáratú adósság a legtöbb vállalatot ördögi körbe kényszerítette. *A vállalatok nagy rövid lejáratú adóssággal képtelenek az adósság finanszírozásához szükséges nagyságú profitot megtermelni, az alacsony profitrátaival rendelkező cégek pedig nagy rövidlejáratú adósságállományt halmoznak fel. Minél kisebb egy cég, annál valószínűbb, hogy belekerül ebbe az ördögi körbe.*” (Major i.m. p. 22.)

Az ezredforduló követően és a közeljövőben is a rövidtávú hitelek dominanciája valószínűsíthető. Ez derül ki a magyar bankok hitelezési gyakorlatáról készített hitelezési felmérésekből, ha megvizsgáljuk a kivállalkozási szektor hitelkeresletének okait.

4. táblázat: A kisméretű vállalkozások hitelkereslete növekedésének legfőbb indokai 2003–2004.

A hitelkereslet növekedésének okai	2003 I.		2003. II.		2004. I.		2004. II.	
	Kis-mikrov.	Középv.	Kis-mikrov	Középv.	Kis-mikrov	Középv.	Kis-mikrov	Középv.
Tárgyi eszközökbe történő befektetés növekedése	1,5	2,0	1,5	2,0	1,4	1,8	1,7	2,0
A követelésállomány finanszírozási szükségletének növekedése	2,0	2,3	1,5	2,0	2,0	1,8	2,0	1,8
Készletfinanszírozási szükséglet növekedése	2,0	2,0	1,5	1,5	2,0	2,0	1,3	1,4

Jelmagyarázat: 1=nem jelentős, 2=valamelyest jelentős, 3=nagyon jelentős

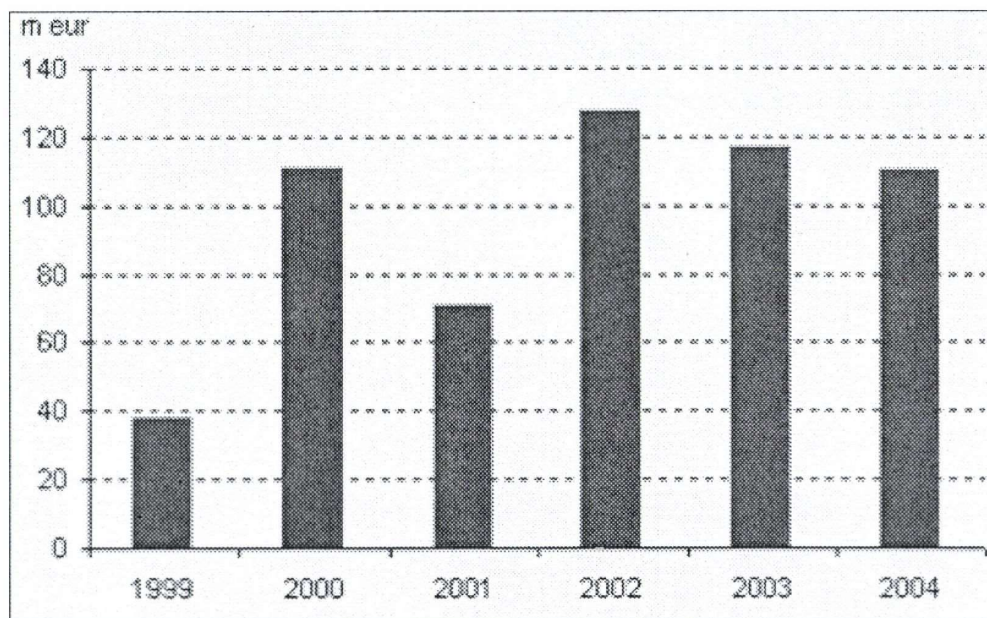
Forrás: 2004 második félévére vonatkozó hitelezési felmérés összesített eredményének ismertetése. 2005. március p. 5. (szerkesztés, kiemelés a 3. és 4. ábra adatai alapján).

Látható, hogy a hiteligeny jellemzően a forgóeszköz-szükségletből fakad. Bízható a tárgyi eszközökbe történő befektetések megjelenése a hitelkereslet

okai között, mely a jó növekedési kilátásokon túl, mely a hosszú lejáratú forrás igényre utal.

Kiegészítésként szükséges megjegyezni, hogy a legnagyobb problémát ma Magyarországon az induló és kezdő innovatív vállalkozások finanszírozása jelenti. A magas kockázat miatt ezeknek a cégeknek a bankok – a kisvállalkozások felé nyitás ellenére – még kevésbé hiteleznek. Számukra a külső befektetőktől (kockázati tőketársaságoktól, vagy magánszemélyektől („üzleti angyaloktól”) származó tőkeszerzés jelenthet – főként életpályájuk kezdeti szakaszában – finanszírozási megoldást. A kockázati tőkebefektetések szerepe a ma még „marginális”, jelentősége messze elmarad az EU-hoz, de leginkább az USA-hoz képest. (Árvai 2002, Karsai 1999.). A kezdeti ígéretes növekedés e forrást illetően megtorpanni látszik. (Ezt mutatják a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület által közétett adatok.)

4. ábra: A kockázati tőke befektetések összértéke hazánkban.



Forrás: HVCA.

A kockázati tőke alacsony súlya és enyhe mérséklődése magyarázható a kínálati és a keresleti oldal gyengeségeivel (információhiány, ismerethiány, fejletlen vállalkozói kultúra, kisvállalkozások felkészületlensége, ellenállás a külső tulajdonossal szemben, az innovatív vállalkozások alacsony száma, mérsékelt hozamok), de tény, hogy e finanszírozási forrás szerepe nem az EU trenddel egyező.

Összességében: a bankhitel, mint klasszikus finanszírozási forrás igénybevétele a magyar vállalati kör egészét tekintve növekvő arányú, de hosszú távú, tartós forrásként csak a vállalatok szűk körében jellemző, abban a

nagyvállalati körben, amely a forrásszerzés más, esetenként hatékonyabb eszközeivel is élhetett volna.

### 2.3. „Hiányzó láncszem”: a kötvényfinanszírozás

A magyar vállalatok és az EU-ban működő vállalkozások finanszírozási struktúrájának összehasonlítása során látható volt, hogy a kötvényekkel való finanszírozás nem szerepel kimutatható nagyságrendben a magyar cégek idegen forrásai között. Magyarországon –ellentétben a térség több országával – a kötvények jelentősége máig elhanyagolható a cégek finanszírozásában, annak ellenére, hogy tőkepiacunkat a régió legfejlettebbjei között tartják számon.

A magyar kötvénypiacot néhány kibocsátó nem túl jelentős volumenben piacra vitt kötvénye reprezentálja. 2000 végén a piacon lévő kötvények teljes állománya kb. 5000 milliárd Ft, amiből megközelítőleg 4%-ot (nem egészen 200 milliárd forintot) képviseltek a vállalati adósságpapírok. (Bank és Tőzsde 2001. június 22. p. 8.)

A kötvényekkel való finanszírozás korlátai mind a kínálati, mind a keresleti oldalon kimutathatók.

A *kínálati oldalon*, kibocsátók oldaláról egyik legfontosabb döntési szempont: a *finanszírozási költség*. Az elmélet szerint a vállalatok sokszor szívesebben fordulnak a közvetlen tőkepiaci finanszírozás felé, mivel innen alacsonyabb költséggel tudnak forrást bevonni, valamint nem kerülnek alkupozícióba, mint esetenként a bankkal szemben. A magyar nagyvállalatok – a preferált ügyfelekként korábban leírtak szerint –, kedvező feltételek mellett tudtak banki hitelt felvenni. Ugyanakkor a kötvénykibocsátás kibocsátás fix költségei magasak – például a nyilvánosság felé a tájékoztatási kötelezettségből eredő költségek, reklámtevékenység, forgalmazói jutalék, hitelminősítési, engedélyezési díjak –, „ezért 300 milliónál kisebb összegben nem éri meg kötvényt piacra dobni” (Bank és tőzsde 2000. december 15 p. 8–9.)

A *keresleti oldalon*, a befektetők döntéseik során az alapvető tankönyvi tétel szerint a hozam, kockázat és likviditás szempontrendszerét veszik figyelembe. A hozam-kockázati jellemzőket együttesen mérlegelve a részvényeknél hagyományosan alacsonyabb kockázatot megtestesítő kötvények iránt a konzervatívabb elsősorban intézményi befektetők (befektetési és nyugdíjalapok, biztosítók) mutatnak érdeklődést. A vállalati kötvények iránt viszonylag alacsony intézményi keresletnek több egymással összefüggő oka azonosítható.

Az államháztartás finanszírozása céljából kibocsátott állampapírok „kiszorító hatása” kimutatható az elmúlt közel másfél évtizedes periódusban, részben a nagy volumenük, részben a kockázatosabb befektetésekhez viszonyított relatíve magas hozamuk miatt. Az állampapírok kiszorító hatását



tartja legtöbb elemző a kötvénypiac fejletlensége az első és legalapvetőbb okának. Az államháztartás nagyfokú finanszírozási igényéből adódóan az intézményi befektetők számára az állampapírok széles választéka kínál befektetési lehetőségeket. Mivel a hazai intézményi befektetők kezelésében álló megtakarítások befektethetők biztonságos, megfelelő kamatszintet biztosító állampapírokba, a befektetők nem keresik igazán az alternatívákat.

A kötvények iránti visszafogott kereslet nemcsak a kockázat-hozam aránytalanságával, hanem likviditási szempontokkal is magyarázható. A likviditás hiánya, mint befektetést gátló tényező mutatkozik. A kevés számú, és alacsony volumenű kibocsátás esetén kevés lehetőség van a kockázatmegosztásra. Felmerül az „üzemgazdaságossági” szempont is az intézményi befektetők részéről: nem érdemes a vállalati kockázatok értékelésében is jártas „befektetési teameket” létrehozni, működtetni a vállalati kötvénykibocsátások kis száma miatt, tehát a portfólió-kezelés szempontjából elhanyagolható terület. Ezzel szemben a magyar állampapírpiacot fejlett, jól szervezett elsődleges piac, és viszonylag likvid másodlagos piac jellemzi.

A kötvényekkel való finanszírozást korlátozták a törvényi szabályozások is, melyek korlátai 2002-től, az új tőkepiaci törvény (a tőkepiacról szóló 2001. CXX. tv.) hatására feloldódtak. A korábban fennálló szabályozások a kibocsátó szempontjából elsősorban a „gazdaságos mennyiség” meghatározása, a források finanszírozási költségeinek optimalizálása szempontjából voltak korlátozóak. Törvényileg tiltotta, illetve csak a hitelintézetek számára engedélyezte a saját tőke összegénél nagyobb volumenű hitelviszony megtestesítő értékpapír (kötvény) kibocsátást, de ennél erősebb korlátnak minősült a 200 millió forintot meghaladó kibocsátások kötelező tőzsdei bevezetése, azaz „tőzsdékényszere”. Ez utóbbi esetben az eljárás idő- és munkaigényén túl, további költségek – a tőzsdei bevezetés díja a forgalmazás költségei, a rendszeres információszolgáltatás anyagi terhei és kötöttségei – is terhelték a forrásszerzést. A többletterhek tovább gyengítették a kötvénykibocsátás útján történő forrásszerzés pozícióit az alternatív idegen finanszírozási forráshoz, a bankhitelhez képest. Ugyanakkor mára bebizonyosodott (a csekély számú nyilvános piaci megjelenés példáin keresztül igazolható), hogy a tőzsdére lépéssel a kötvények másodlagos piaci likviditása nem javult.

Az új tőkepiaci törvény a hitelviszonyt megtestesítő értékpapíroknak a kibocsátó saját tőkéjének meghaladó mértékű nyilvános forgalomba hozatalára vonatkozó korlátot feloldja, illetve olyan garanciális szabályokhoz köti, mint nyilvános forgalomba hozatal, és a PSZÁF által elismert hitelminősítő szervezettel hitelminősítés minősítést készíttetése. Az új törvényből a tőzsdékényszernek nevezett rendelkezés kimaradt, azaz a nyilvános forgalomba hozatal méretétől függetlenül, már nem előírás a tőzsdei bevezetés kezdeményezése.

A kötvényekkel való finanszírozás elterjedéséről, a törvényi szabályozások változása hatásairól, a kötvénypiac magyarországi állapotáról egyfajta kép nyerhető a nyilvános piac, a Budapesti Értéktőzsde kötvényszekciójának áttekintése révén. A tőzsdei tendenciák vizsgálata még akkor is célszerű, ha a vállalati kötvénykibocsátások számát tekintve a kötvények jelentős hányada nem jelenik meg a tőzsdén, de értékben a kilencvenes évek második felétől az összes kibocsátás legalább egynegyedét reprezentálja. Az elemzés szempontjából említést érdemel, hogy az ezredfordulón (2000-ben) a magyarországi nyilvános vállalati kötvénykibocsátás számát tekintve nagyobbik része (11 kötvényből 7) a kibocsátás összegének kétharmada a tőzsdén megjelent.

Első lépésben célszerű a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok, a bevezetett kötvények mennyiségi változását megtekinteni elsősorban az alternatív befektetési lehetőségeket kínáló államkötvények és vállalati kötvények vonatkozásában. (A táblázat a hitelpapír szekció állapotáról ad képet a BÉT nyitásától 2004 végéig de a téma szempontjából figyelmünket az állampapírokra, elsősorban az államkötvények és a vállalati kötvények adott évben piacon mutakozó számára célszerű irányítani.)

5. táblázat: „Kötvényszekció” (hitelpapírok) a BÉT-en 1991–2004 –  
A bevezetett kötvények száma.

Ért.papír	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
állam- kötvény	1	4	36	25	34	36	28	30	30	29	28	26	24	24
váll. kötv	1	1	1	3	3	2	7	8	8	7	7	13	13	13*
kincstár- jegy		10	19	31	50	50	44	42	23	10	10	10	10	10
jelz.level											3	14	25	47

\* 2004-ben egy sorozat nemzetközi intézményi kötvénnyel együtt

Forrás: BÉT statisztikai jelentések.

Az értékpapírfajtákat tekintve a mennyiségi adatok alapján az állampapírok száma – nemcsak az államkötvényeket tekintve – csökkenni látszik, és ezzel egyidejűleg az utolsó két évben a korábbihoz képest intenzív vállalati kötvénykibocsátás és ezzel egyidejű tőzsdei megjelenés mutatkozik. Látszólag érvényesül a kívánt tendencia: az állampapírok „kiszorító hatásának” mérséklődése, és a kötvényfinanszírozás térnyerése. Sőt a törvényi szabályozás, a 90-es évek második felétől érvényesülő tőzsdékényszer-szabályozás „pozitív” hatása is igazolható, a papírok számának ugrásszerű növekedésével. A mennyiségileg kedvező változások a vállalati kötvénykibocsátások

terén nem a „kényszerű piacra tereléssel” hozhatók kapcsolatba. Egyrészt azért, mert a kötvénykibocsátók között zömében a már tőzsdén lévő, nagy részvénytársaságok jelentek meg az újfajta finanszírozási igénnyel (Mol, Matáv, áramszolgáltatók, bankok), másrészt nehezen magyarázható az új tőkepiaci törvény kapcsán, a kényszer feloldását követően, a nyilvános tőzsdei kötvénybevezetések ugrásszerű növekedése. A nyilvános megjelenés 2002-től induló számszerű gyarapodása inkább az „újfajta” finanszírozási mód felfedezésére, térnyerésére enged következtetni a korábbinál feltételezhetően több cég esetében. (Természetesen egy cég többfajta kötvénykonstrukcióval is forrást szerezhet.)

Második lépésben a bízató mennyiségi gyarapodást követően, célszerű áttekinteni a kötvénykibocsátás révén megszerzett források nagyságrendjét is. A következő táblázat a tőzsdén lévő kötvények értékadatait jelzi a kötvényszekció valamennyi papírja esetében, de a figyelem középpontjában változatlanul a vállalati kötvények és az állampapírok (elsősorban az államkötvények) állnak.

6. táblázat: „Kötvényszekció” (hitelpapírok) a BÉT-en 1991–2004 –  
A bevezetett kötvények értéke (mrd Ft).

Ért.papír	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
állam- kötvény	15	82	242	393	454	703	952	1408	2040	2607	3407	4273	4981	6223
váll. kötv.	0,1	0,1	0,3	1,8	1,7	1,3	37	63	60	56	78	160	189	221
kincstár- jegy		54	74	240	376	697	908	917	968	797	983	1318	1363	1527
jelz levél											16	127	299	592

Forrás: BÉT statisztikai jelentések (kerekített adatok).

Az értékadatok nem támasztják alá korábban tett megállapításokat, a várt tendenciákat. Az államkötvények esetében csak a számukat (fajtaikat) tekintve mutatkozik csökkenés, értékben töretlenül a növekedés, egyúttal a megtakarításokat lefedő hatás jelentkezik. Átmeneti megtorpanást követően a kincstárjegyek is értékbeli növekedést mutatnak. A vállalati kötvények számának növekedése egyúttal kedvező értékbeli változást is mutat, de nagyságrendje, a relatíve magasabb gyarapodási ellenére mélyen az államkötvények alatt marad.



Annak ellenére, hogy csak a tőzsdére bevezetett kötvények piaca szerepelt a vizsgálatban az állampapírpiac szinte egészével szemben összehasonlítási alapként, megállapítható, hogy ma még nem lehet figyelmen kívül hagyni az állampapírok kötvénypiac fejlődésére gyakorolt negatív hatását.

### **3. Szükséges és lehetséges változások a vállalatfinanszírozásban**

#### **3.1. Érvék az értékpapírokkal való finanszírozás mellett**

Az előzőekben egyértelműen kimutatható volt hazai viszonylatban a kötvényfinanszírozás csekély szerepe, bár alig észrevehetően növekvő megjelenése a finanszírozási források illetve a befektetési eszközök között.

Számtalan érv sorakoztatható fel, amelyek a különböző gazdasági szereplők szempontjából a kötvények pozitív szerepét erősítik. A kutatók, elemzők munkáiból gyűjtött információk alapján (ld.: irodalmak jegyzéke) a következő érvrendszer állítható össze:

*A kibocsátók, a forrásszerzők szempontjából megfogalmazott érvék a következők.*

*Reális finanszírozási alternatívát jelent a nagyobb, fejlődőben lévő vállalatok számára. A nagy finanszírozási igénnyel rendelkező cégek esetében a bankhitel több okból sem jelenthet hosszú távon finanszírozási alternatívát. A nagy volumenű fejlesztéseikhez szűknek bizonyulnak a bankhitel keretek nagyságrendben, időtávban és feltételezhetően a finanszírozási költségek tekintetében is relatíve drágának minősülnek a bankhitelek a nagyobb volumenű, ennek következtében a fajlagos fix költségek csökkentésére lehetőséget adó kötvényfinanszírozás mellett.*

*A kötvénykibocsátás több tekintetben kedvező finanszírozási feltételeket teremt:*

- lehetőséget ad hosszúlejáratú, a fejlesztési projektek időigényéhez igazodó 5-7 éves átfutási idejű finanszírozásra;
- „klasszikus” kötvénykibocsátással jellemzően fix kamatozású forrásbevonás eszközölhető, a projektek beüzemelési idejéhez igazodó, egyösszegű törlesztési mód kialakításával (a futamidő végén való visszafizetéssel);
- a kötvényformában felvett hitel áráként az évenként (félévenként vagy rövidebb, de szabályos időközönként) fizetendő kamatok kiszámítható, stabil kötelezettséget jelentenek.

*A kötvényvásárlók, befektetők szempontjából a befektetési portfólió gazdagodna olyan befektetési eszközzel, amely:*

- a részvényeknél alacsonyabb kockázatú, ugyanakkor a bankbetétnél és az állampapírnál (magasabb kockázat vállalásával) magasabb hozamot biztosít, illetve
- kereskedésre alkalmas likvid eszköz, mely lehetőséget biztosít a befektetés átváltására. (ehhez szükséges feltétel a „kibocsátás számossága”).

*A pénzügyi közvetítők, a bankok* is profitálhatnak, *előnyt* élvezhetnek a vállalati kötvénykibocsátások gyarapodása révén,

- mert a stabil nagyvállalati körből kikerült ügyfelek részben maradnak mint hitelfelvevők, de „elvesznek” – nagy volumenű hiteligényeikből adódóan – mint „*nagykockázatot jelentő tényezők*”, ugyanakkor
- a nagyvállalati körrel kialakított *kapcsolatuk más formákat ölt* (forgalmazói, garanciális kapcsolat)

### 3.2. A finanszírozás változási irányai

A figyelmünket a vállalkozások (nagy közepes és kisvállalkozások) forrásszerzési lehetőségeire, elsősorban az idegen források megszerezhetőségének vizsgálatára irányítottuk. A múltbeli tendenciák alapján egyértelműen megállapítható volt a bankhitel „kitüntetett” szerepe de jellemzően a nagyvállalati körre vonatkoztatva, a kötvényekkel való finanszírozás hiányát tártuk fel, ugyanakkor valamelyest érzékelhető volt a nemzetközi trendek irányába való elmozdulás szükségessége és lehetősége.

A finanszírozásban várható tendenciák a következőkben foglalhatók össze.

*A bankhitel „kettős szerepe”* (erősödése és csökkenése) jelezhető a finanszírozásban. Jelentősége fokozódik elsősorban a középvállalati körben, részükről az idegen források iránti kereslet megnövekedésével, a hitelképessé váló vállalati kör bővülésével összhangban, ugyanakkor a kínálati oldalon, a versenyző bankok részéről is erős érdeklődés jelezhető irányukban (ld.: 2.2. rész). Csökken az idegen források közül a hitelek szerepe a nagyvállalatok részéről, melynek alapját a számukra egyre szűkebb korlátoknak bizonyuló banki hitellimitek és a feltételrendszerében az új évezred elejétől kevésbé korlátozó új finanszírozási lehetőségek jelentik. (ld.: „Tőkepiaci kódex” új szabályai 3.3. rész)

*A kötvényfinanszírozás fokozódása várható* a kötvénypiac erősödése révén, mely elsősorban a nagyvállalati kör számára biztosít új alternatívát a forráshoz jutásban. Az irányváltást több, együttesen fellépő tényező segíti.

Az EU-konform új tőkepiaci törvény, részben a korlátok leépítése, részben a kibocsátók és befektetők szempontjából kedvező új szabályozások révén segíti az új tőkepiaci szegmens kiépülését. (A korábban kifejtett korlátozások felszámolása mellett a kibocsátói oldalt segíti a például a kötvényprogram, azaz egyetlen eljárással különböző sorozatú kötvények kibocsátásának lehetősége, mely a idő és költségmegtakarító hatású a kibocsátó szem-

pontjából. A befektetőket többek között a nagy volumenű kibocsátások esetén, a hitelminősítések előzetes megkövetelésével tájékoztatják és védik a nem kívánt, magas kockázatvállalástól.)

Az Európai Unió konvergencia-kritériumok az állami költségvetés hiányának nagyságrendjét is behatárolják, a teljesíthetősége megköveteli a hiány mérséklését, ennek következtében állam finanszírozási igény csökkenése valószínűsíthető. Ezzel leépülhet a kötvénypiac kiépülésének egyik legjelentősebb gátja.

Az intézményi befektetők (nyugdíj-, egészségbiztosítási- és különböző befektetési alapok, biztosítások) erősödése révén átstrukturálódhatnak a háztartások megtakarításai a kötvénybefektetések irányába, tekintve, hogy ezen alapok tartós forrásokat jelentenek.

A finanszírozás alternatív módjaként *erősödhet a kockázati tőkebevonás*, tekintve, hogy az EU versenyképessége erősítésében nagy szerepet szán a kis és középvállalkozásoknak. Több pénzügyileg támogatott vállalkozásfejlesztési program kidolgozásra került, továbbá irányelvek és ajánlások jelentek meg e szektor kockázati tőkével való finanszírozásának élénkítésére. Tekintve, hogy a megerősödött vállalkozásokból a kockázati tőke kiszállásának egyik lehetősége a nyilvános kibocsátás révén a tőzsdei bevezetés (IPO, Initial Public Offering), a kockázati tőke ily módon is hozzájárul a tőkepiac erősödéséhez.

A külső környezeti és belső tényezők hatására valószínűsíthető, hogy a magyar vállalatok finanszírozási gyakorlata, forrásstruktúrája megváltozik, a tőkepiac finanszírozó szerepe növekedik.

## **Irodalomjegyzék**

Apatini Kornélné: A magyar kis- és középvállalkozások és az EU csatlakozás: kihívások és lehetőségek Fejlesztés és finanszírozás. 2003/2.

Árvai Zsófia: A vállalatfinanszírozás új fejlődési irányai MNB műhelytanulmányok 26. 2002.

Bácskai Tamás: A hiányzó láncszem. Bank és Tőzsde, 2001. december 14.

Bátora László: Vállalati kötvénypiac Magyarországon. Bank és Tőzsde, 2001. június 22.

Hollóné Kacsó Erzsébet: A helyi tőkepiac szerepe – különös tekintettel a BÉT vállalkozásfinanszírozásban betöltött szerepére. In. Globalizáció – gazdasági versenyképesség és oktatás, Líceum Kiadó Eger 2002.

Karsai Judit: A megfontoltan kockázatos tőkések (Kockázati tőkebefektetések Magyarországon). Közgazdasági Szemle, 1999/9.

Katits Etelka: A vállalati finanszírozás és a fenntartható növekedés összefüggései. Bankszemle (42. évf.), 1995/7.

Kállay László: Paradigmaváltás a kisvállalkozás fejlesztésében. Gazdaság, 2002. 1–2.

Kőhegyi Kálmán: A vállalkozások finanszírozása. Cégvezetés, 2001. október.

Major Iván: A „közepes szép”: kockázat és jutalom a magyar vállalati hitelezésben. Fejlesztés és Finanszírozás, 2003/2.  
Matesz Béla: Konglomerátumok és trendek. Bank és tőzsde, 2002. április 19.  
Várhegyi Éva: Bankhitel és vállalatfinanszírozás az EU-csatlakozás tükrében. Fejlesztés és Finanszírozás, 2003/3.  
BÉT Éves jelentések 96–2004.  
MNB Éves jelentések 96–2004.  
Részvények könyve 1996–2004.